

# Sinopse internacional n. 18, jun. 2013

<http://www.bndes.gov.br/bibliotecadigital>



# Sinopse Internacional

## Nº 18 – Junho de 2013

### PUBLICAÇÃO SEMESTRAL

*Equipe: Marcelo Nascimento, Pedro Quaresma, Gilberto Borça Jr., Simone Saisse, Fabrício Catermol*

#### SUMÁRIO

Panorama mundial.....	
Desempenho econômico recente.....	1
Estados Unidos.....	2
Europa.....	8
Japão.....	11
China.....	14
Desempenho e Tendências do Investimento Exter- no Global.....	18
Resultados de 2012.....	18
Tendências.....	23
Brasil.....	23
Comércio internacional.....	26
MATÉRIA ESPECIAL: Avaliando os riscos de uma retração do investimento na China sobre a econo- mia brasileira..... 31	

#### 1) Panorama Mundial

As mais recentes previsões para o crescimento da economia mundial, tanto do Fundo Monetário Internacional (FMI) como do Institute of International Finance (IIF), apontam para uma retomada da economia em velocidades distintas nos próximos anos. De um lado, os países emergentes, que devem seguir liderando o crescimento mundial. Do outro, os países avançados, com velocidade mais lenta, porém com os EUA e o Japão apresentando sinais de recuperação mais evidentes do que a Zona do Euro.

**Tabela 1: Projeções do crescimento mundial (%)**

Taxa de crescimento do PIB real (%)						
	FMI				Projeções IIF	
	2011	2012	2013p	2014p	2013p	2014p
<b>Mundo</b>	4,0	3,2	3,3	4,0	2,5	3,3
<b>Economias Avançadas</b>	1,6	1,2	1,2	2,2	1,0	1,9
EUA	-0,6	2,0	1,6	1,4	1,9	2,5
Zona do Euro	1,4	-0,6	-0,3	1,1	-0,7	1,2
Japão	1,8	2,2	1,9	3,0	1,6	1,3
<b>Economias em Desenvolvimento</b>	6,4	5,1	5,3	5,7	4,9	5,4
Brasil	2,7	0,9	3,0	4,0	2,9	3,5
México	3,9	3,9	3,4	3,4	8,0	7,8
China	9,3	7,8	8,0	8,2	5,8	6,5
Índia	7,7	4,0	5,7	6,2	3,3	4,2
África do Sul	3,5	2,5	2,8	3,3	2,0	3,5
Rússia	4,3	3,4	3,4	3,8	2,8	3,5

Fontes: FMI (World Economic Outlook Database - Abr/13) e IIF (Global Economic Monitor - Mai/13)

O FMI prevê que o PIB global deve crescer 3,3% em 2013, ante 3,5% previstos anteriormente, em janeiro. A redução da projeção de crescimento se deve à instabilidade que persiste nas economias avançadas, especialmente na Zona do Euro. Melhores perspectivas, no entanto, são previstas para a economia japonesa, com o anúncio da política monetária ultra-expansionista no país, conforme será analisado nesta edição do Sinopse Internacional. Para 2014, é prevista uma retomada mais consistente do crescimento nas economias avançadas.

Outro fato relevante que se destaca no cenário mundial é a desaceleração das taxas de crescimento na China, que vem sendo associada à mudança no padrão de crescimento do investimento para o consumo. Os possíveis impactos desta reorientação para o crescimento econômico brasileiro são avaliados na matéria especial da presente edição.

### Desempenho Econômico Recente

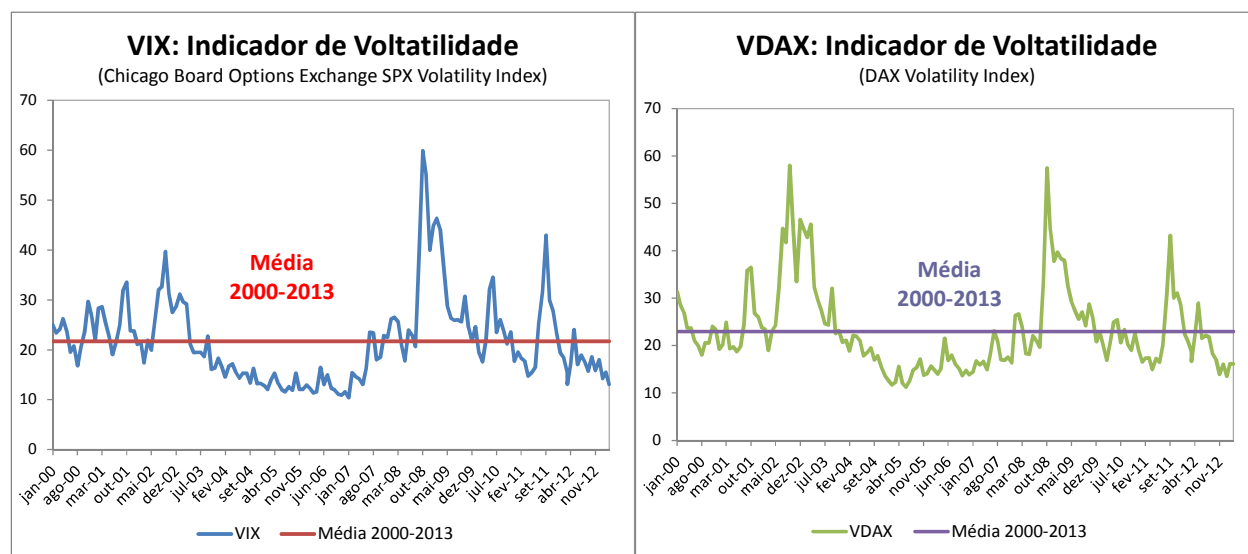
O 1T/2013 foi marcado pela relativa melhoria do ambiente internacional. As duas principais incertezas existentes desde o final de 2012 foram, de alguma maneira, dissipadas: i) a possibilidade de ruptura parcial ou total da Zona do Euro; e ii) os impactos da política fiscal contracionista dos EUA advindas do “Fiscal Cliff” (ou “Abismo Fiscal” – que consistia na adoção simultânea de corte de gastos públicos e elevação das alíquotas de impostos).

Na Zona do Euro, a atuação mais pragmática do Banco Central Europeu (BCE) a partir de set/12, com o anúncio da linha ilimitada de financiamento aos países com maiores riscos soberanos, denominada OMTs (*Outright Monetary Transactions*), reduziu de forma acentuada a aversão ao risco em escala global. Aliados a essa medida, a entrada em operação do fundo permanente de resgate da Zona do Euro - o ESM (*European Stability Mechanism*), a reestruturação da dívida pública grega, e as medidas tomadas na direção de uma maior união bancária – SSM (*Single Supervisory Mechanism*), foram determinantes para a melhoria das condições financeiras da região. No entanto, tal melhoria ainda mostra-se frágil. O nível de atividade ainda não dá sinais de melhora e, além disso, as incertezas advindas da situação política na Itália, e o episódio mais recente ocorrido no Chipre, colocam a Zona do Euro ainda sob uma perspectiva negativa. Até mesmo o principal país da região, a Alemanha, vem perdendo impulso em termos de crescimento econômico.

Nos EUA, mesmo evitando-se o evento do “Abismo Fiscal”, a contribuição da política fiscal para o PIB em 2013 ainda será negativa. Tal fato se deve ao início do período discricionário de corte de gastos em mar/13 (conhecido como “Sequester”). Estimativas do CBO (Congressional Budget Office) apontam para uma consolidação fiscal da ordem de 1,7% do PIB no ano fiscal de 2013 (entre out/12 e set/13), a maior dos últimos 25 anos. No entanto, a melhoria das condições financeiras associada à recuperação da demanda doméstica, sobretudo do mercado imobiliário, tem permitido que os bancos aumentem a oferta de crédito, sustentando o crescimento da economia, a despeito da política fiscal.

Ilustrando o ambiente global mais benigno, o Gráfico 1 mostra a ampla redução da volatilidade tanto nos EUA (mensurado pelo VIX) quanto na Zona do Euro (mensurado pelo VDAX). Além disso, o Gráfico 2 ilustra a forte correlação existente entre o indicador de condições financeiras<sup>1</sup>, calculado pela Bloomberg para os EUA e Zona do Euro, e o comportamento defasado (em dois trimestres) de seus respectivos níveis de atividade. Em geral, a melhoria das condições financeiras antecipa os movimentos cíclicos de retomada da atividade econômica.

**Gráfico 1: Índice de Volatilidade nos EUA (VIX index) e na Zona do Euro (VDAX(\*))**

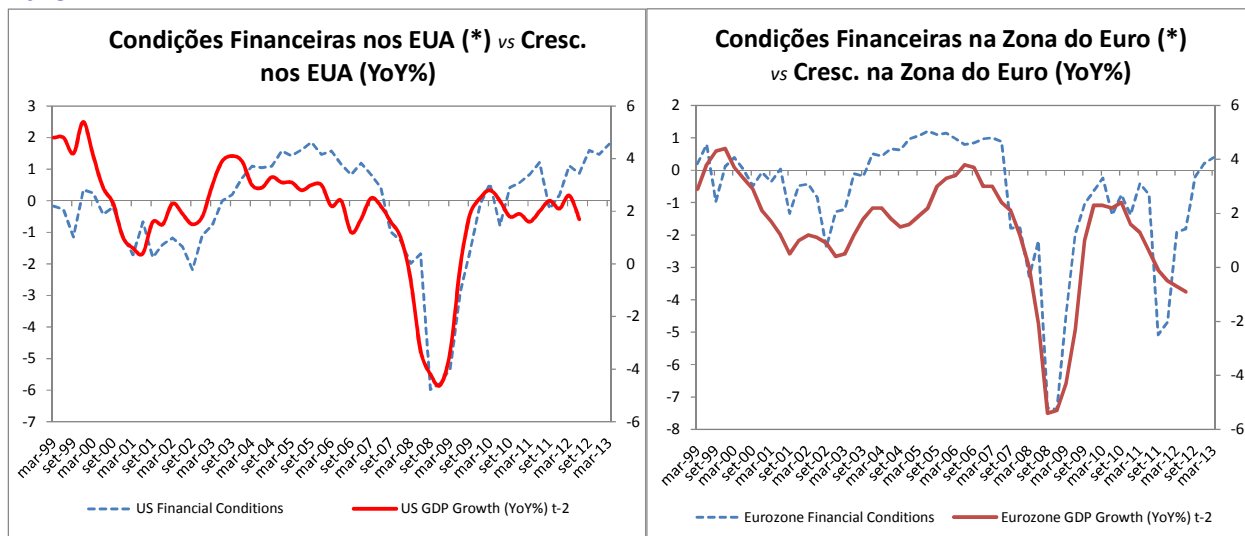


Fonte: Bloomberg. Elaboração APE/BNDES

(\*) Volatilidade do mercado acionário alemão DAX

<sup>1</sup> O indicador de condições financeiras da Bloomberg para os EUA é composto de: i) variáveis do mercado monetário, como TED Spread, Spread entre *Commercial papers* e T-Bill Spread e Libor-OIS Spread; ii) variáveis do mercado de títulos, como os *spreads* em relação aos Treasuries Bonds dos títulos das empresas High Yield, Baa-Corporate, Municipalities e Agencies; e iii) variáveis do mercado de equity, como S&P 500 e o índice VIX de volatilidade. Já o indicador da Zona do Euro é composto por: i) variáveis do mercado monetário, como Euro TED Spread e Euriliber/OIS Spread; ii) variáveis do mercado de títulos, como JP Morgan High Yield Europe Index e EU 10-Year Swap Spread; iii) variáveis de *equity market*, como a razão entre EuroStoxx e sua média de 5 anos e VDAX Index de volatilidade.

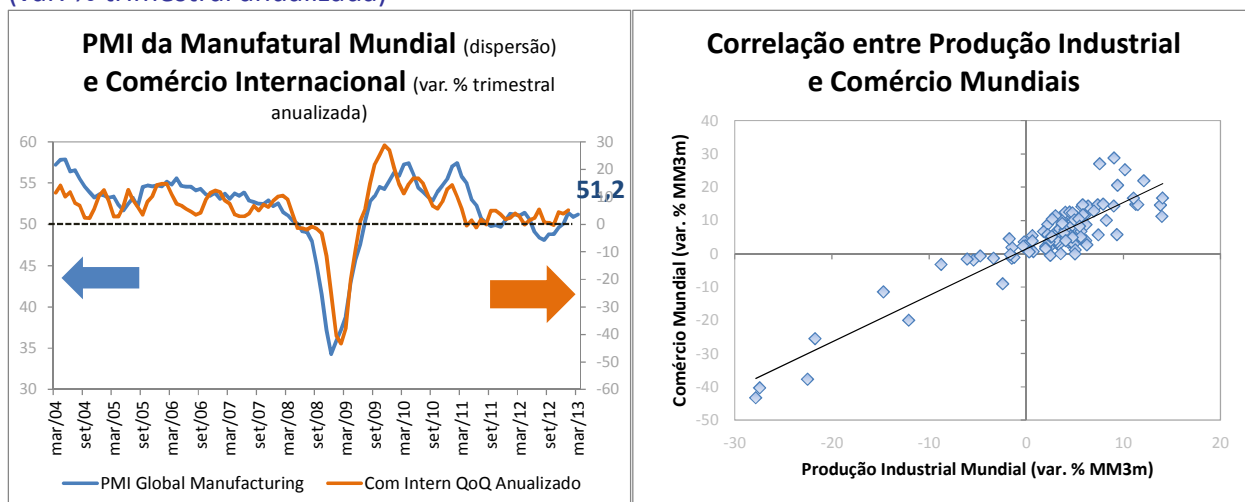
## Gráfico 2: Condições Financeiras e Crescimento Econômico nos EUA e na Zona do Euro



Fonte: Bloomberg. Elaboração APE/BNDES

Corroborando esse diagnóstico, o Gráfico 3 mostra dados contemporâneos mensais relativos à atividade industrial a nível global, mensurado pelo o PMI Manufacturing (Purchasing Manufacturing Index). É possível notar que o indicador aponta que a economia mundial já se encontra em processo de expansão em 2013 (PMI > 50), impulsionando também a retomada do comércio internacional e criando um circuito expansionista virtuoso. A retomada da atividade industrial mundial influencia positivamente o comércio internacional devido à integração das cadeias produtivas de suprimento em escala global. Nelas, os insumos de um produto final são geralmente produzidos de maneira pulverizada e descentralizada, com as empresas buscando redução de custos e ganhos de escala ao redor do mundo.

## Gráfico 3: Produção Industrial Mundial e Comércio Internacional (var. % trimestral anualizada)



Fonte: Bloomberg e CBP Word Trade Monitor. Elaboração APE/BNDES

Embora os dados apontem para uma relativa melhoria nas economias desenvolvidas, tanto no que tange às condições financeiras quanto ao nível de atividade, o ritmo de

recuperação tem acontecido de maneira bastante discrepante. Enquanto a crise internacional atingiu EUA e Zona do Euro de maneira uniforme, com contrações sincronizadas a partir do final de 2008, as ações mais efetivas dos EUA em termos de medidas de estímulo tem proporcionado uma trajetória de recuperação bem mais rápida. Apenas no final de 2012 o BCE adotou medidas mais contundentes de estímulo à atividade econômica (em particular as linhas via OMTs).

O Gráfico 4 mostra que, ao final de 2012, o nível do PIB dos EUA era 4,7% superior ao do 1T/2007, enquanto na Zona do Euro o nível do PIB encontrava-se algo em torno de 1,1% abaixo do prevalecente no 1T/2007. Além da atuação tardia da autoridade monetária europeia, as medidas de consolidação fiscal adotadas no âmbito do processo de ajustamento e reformas estruturais de boa parte das economias da região tem sido um fator agravante para a lenta recuperação do nível de atividade econômica.

### Europa

Na Zona do Euro, o 1T/2013 foi marcado pela melhoria das condições financeiras, muito embora a desaceleração cíclica observada no final de 2012 ainda repercuta na região. Essa melhoria do ambiente financeiro é fruto não apenas das medidas de ajustamento e reformas estruturais em curso há algum tempo na maior parte dos países vulneráveis, mas também de ações tomadas no plano regional, como por exemplo:

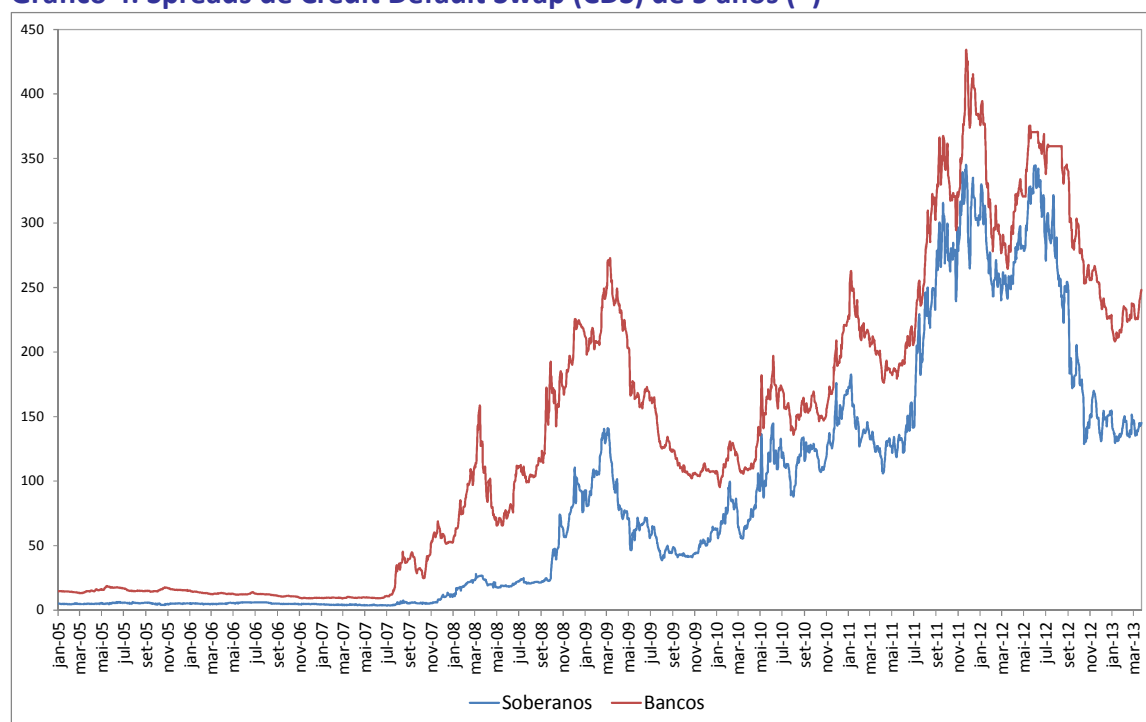
- i) A atuação mais pragmática do Banco Central Europeu (BCE), com o anúncio da linha de financiamento ilimitada denominada OMTs (Outright Monetary Transactions) para reduzir os spreads de risco dos títulos das economias mais vulneráveis da região;
- ii) Início da operacionalização do fundo de resgate permanente da região - ESM (European Stability Mechanism);
- iii) A reestruturação da dívida pública da Grécia<sup>2</sup>; e
- iv) Avanço no processo de União Bancária<sup>3</sup> com a introdução do mecanismo de supervisão única na região (SSM - Single Supervisory Mechanism).

2 O processo de recompra da dívida pública grega foi bem sucedido, atingindo desconto de cerca de 1/3 do valor de face dos papéis emitidos pelo país no início de 2012 (troca de € 31,9 bilhões de papéis gregos por € 11,3 bilhões em notas do EFSF – European Financial Stability Facility). Essa troca de papéis de maneira voluntária por parte da Grécia era pré-condição para o recebimento da próxima tranche do acordo firmado com EU/FMI. Excluindo-se os títulos em poder dos *Social Securities Funds* gregos, o alívio na relação dívida/PIB do país foi de cerca de 13,5%.

3 O avanço no processo de União Bancária da região, com a introdução do SSM (Single Supervisory Mechanism) a partir de mar/14, permitirá que o Banco Central Europeu (BCE), auxiliado pelos Bancos Centrais Nacionais, faça a supervisão dos bancos com ativos superiores à € 30 bilhões ou que representam mais de 20% do PIB de seu respectivo país. Com isso, cerca de 150 a 200 bancos estarão sob a supervisão do BCE. Ficou descartada a possibilidade de recapitalização bancária com recursos do ESM (European Stability Mechanism) antes de mar/14.

Tais medidas foram eficazes para a melhoria das condições financeiras da região. Conforme mostra o Gráfico 4, houve, desde meados de 2012, acentuada redução dos spreads soberanos dos países da Zona do Euro e alívio de liquidez dos bancos. No entanto, a melhoria das condições financeiras na Zona do Euro ainda se mostra frágil, estando sujeita a mudanças abruptas e repentinas na confiança dos mercados. Tal questão ficou evidenciada tanto nas incertezas políticas advindas do inconclusivo processo eleitoral na Itália, quanto no episódio mais recente de turbulência financeira no Chipre, que culminou com o envolvimento do setor privado no resgate do sistema financeiro do país.

**Gráfico 4: Spreads de Credit Default Swap (CDS) de 5 anos (\*)**

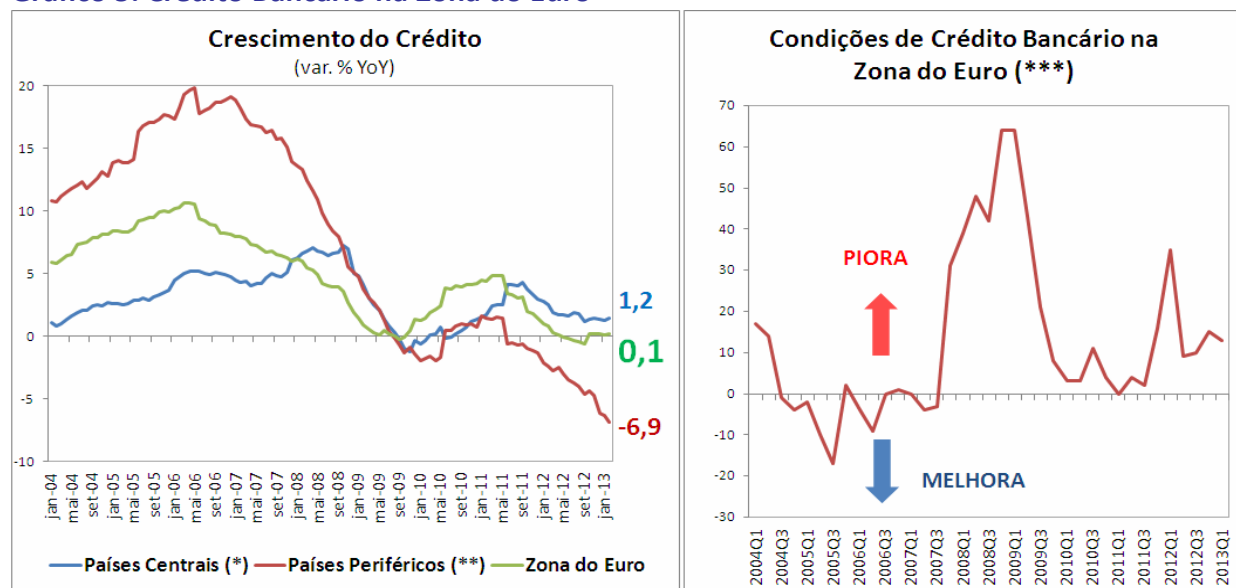


Fonte: World Economic Outlook abril/2013. Elaboração APE/BNDES

(\*) em basis points ponderado pela dívida bruta dos governos (excluindo-se a Grécia)

De acordo com o relatório Global Financial Stability Report (2013) do FMI, os bancos da Zona do Euro ainda estão passando por um processo de reestruturação e desalavancagem, não permitindo que a melhoria das condições financeiras da região seja transmitida à expansão do crédito bancário (para empresas e consumidores) e à recuperação do nível de atividade. De fato, o crédito bancário na Zona do Euro ainda está se contraindo, em particular devido às condições mais restritivas dos países da periferia, o que deteriora as condições de empréstimos bancários (bank lending conditions).

Gráfico 5: Crédito Bancário na Zona do Euro



Fonte: Bloomberg e FMI/WEO-2013. Elaboração APE/BNDES

(\*) países centrais: Alemanha, França e Holanda

(\*\*) países periféricos: Portugal, Espanha, Itália e Irlanda

(\*\*\*) Percentual de respostas que descrevem que as condições de tomada de crédito estão “muito mais” restritivas ou “um pouco mais” restritivas, menos o percentual de respostas que dizem que tais condições estão “muito melhores” ou “pouco melhores” relativamente aos 3 meses anteriores.

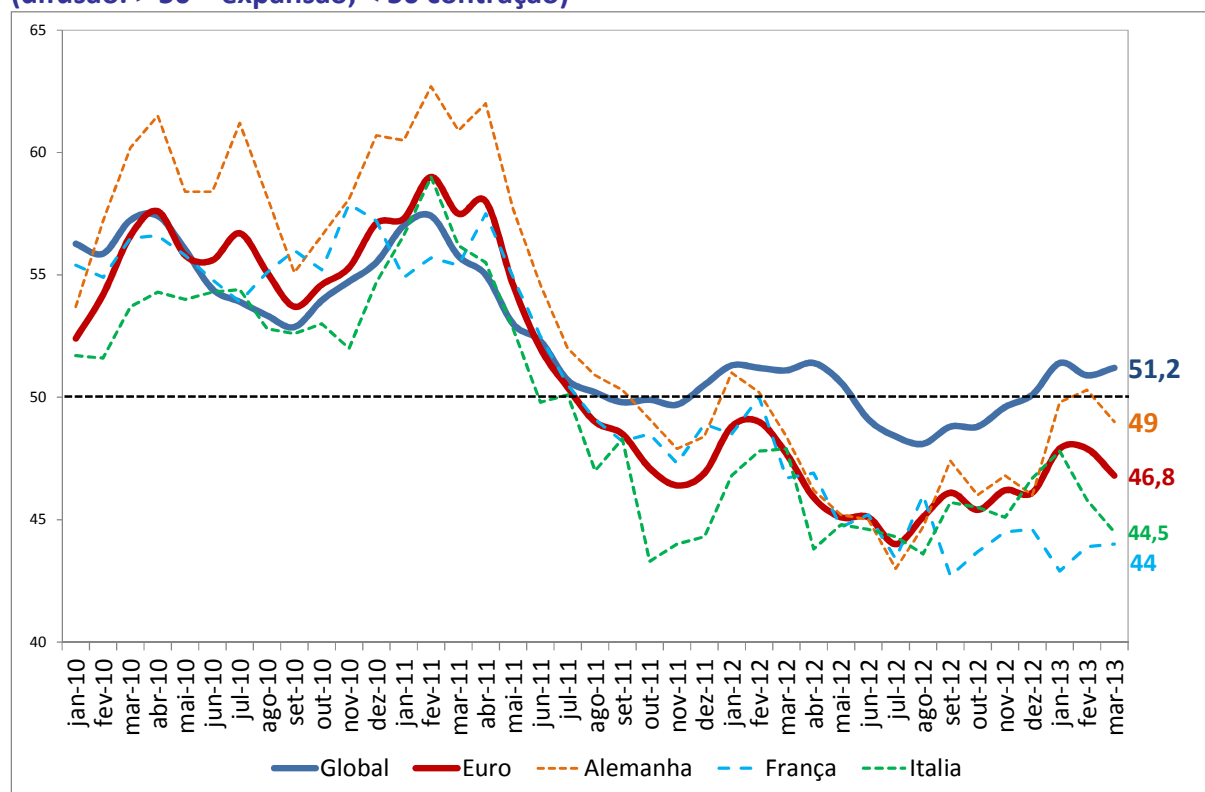
Essa obstrução no canal de transmissão da melhoria das condições financeiras para o crédito bancário, traduzida nas necessidades de liquidez do sistema bancário, tem impactado fortemente o nível de atividade. Particularmente, a retração da Zona do Euro no 4T/2012, a qual ainda permanece em 2013 em boa parte da periferia da região, tem contaminado até mesmo os países centrais (Alemanha, França e Holanda), reforçando a dinâmica de baixo crescimento na região a curto prazo.

O Gráfico 6 mostra a evolução do PMI global, da Zona do Euro, e de países selecionados da União Monetária. Nota-se que enquanto a economia mundial já se recuperou e vem se expandindo em 2013 (PMI maior que 50), a Zona do Euro vem enfrentando dificuldades, seja nos países da periferia como a Itália, ou nos países centrais, como Alemanha e França.

Embora avanços tenham sido feitos na administração da crise da Zona do Euro, a desaceleração cíclica do nível de atividade, oriunda tanto das condições restritivas de crédito quanto dos processos de ajustamentos fiscais recessivos, ainda será sentida na região por algum tempo. Mesmo que os ajustes fiscais sejam acompanhados por afrouxamento monetário, o que diminui o impacto recessivo via redução do multiplicador dos gastos autônomos, as projeções para a região, de acordo com os últimos dados divulgados pelo FMI, continuam sendo de recessão para 2013.



**Gráfico 6: PMI Global, da Zona do Euro e de países da Zona do Euro**  
(difusão: > 50 = expansão; < 50 contração)

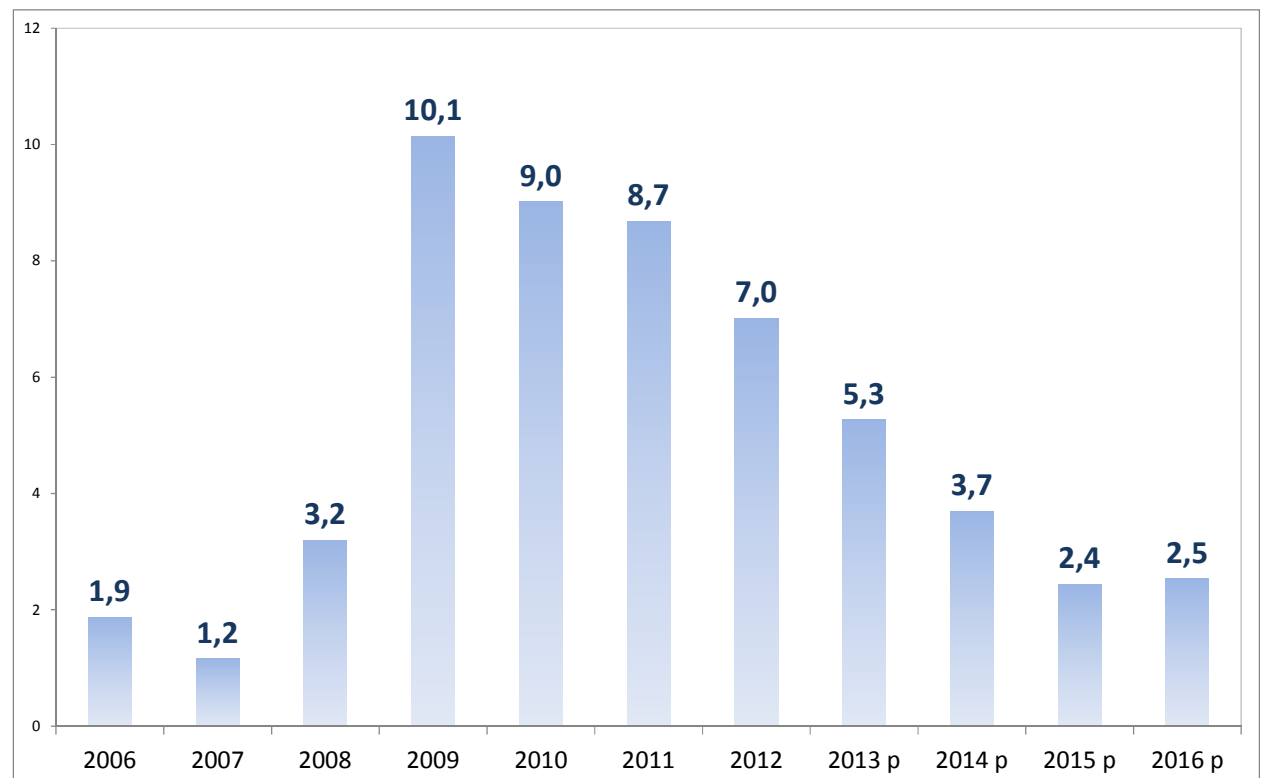


Fonte: Bloomberg. Elaboração APE/BNDES

### Estados Unidos

Nos EUA, melhoria das condições financeiras ocorreu concomitantemente à resolução parcial do problema do “Fiscal Cliff” (“Abismo Fiscal” – adoção simultânea de corte de gastos públicos e elevação das alíquotas de impostos). Entretanto, o impacto da política fiscal norte-americana para 2013 continua sendo contracionista. No dia 1º de março de 2013 entraram em vigor cortes automáticos de gastos discricionários, evento denominado de “Sequester”. Estimativas do FMI e do CBO mostram que tal corte de despesas reduzirá o déficit primário dos EUA em 1,75% do PIB (Gráfico 7), podendo retirar até 0,5 p.p. do crescimento econômico de 2013 no caso de tais cortes valerem para além do ano fiscal de 2013 (que se encerra em set/13). Trata-se da maior consolidação fiscal dos últimos 25 anos na economia americana.

**Gráfico 7: Projeção para o Déficit Fiscal dos EUA  
(em % do PIB)**

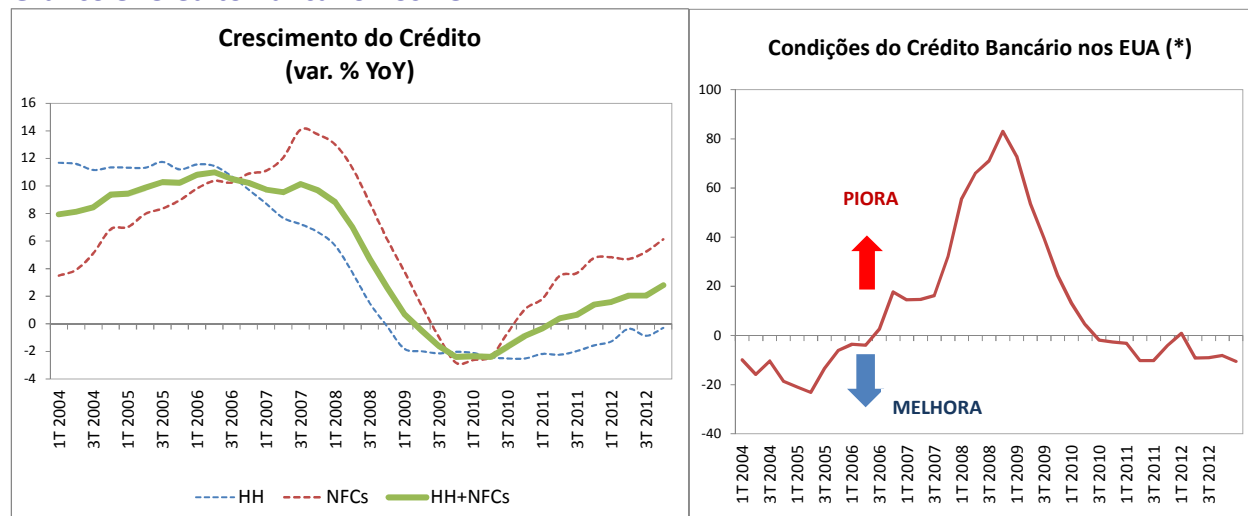


Fonte: CBO (Congressional Budget Office). Elaboração APE/BNDES

As discussões no campo da agenda fiscal norte-americana agora, à semelhança do ocorrido em ago/11, estão direcionadas para a questão do “Debt Ceiling” (Teto do Endividamento). Naquela oportunidade, o embate político gerou tamanha incerteza que os EUA, inclusive, perderam o rating AAA na classificação da agência de rating Standard & Poor’s (S&P).

Todavia, o dinamismo da demanda privada vem mais do que compensando o efeito contracionista da consolidação fiscal. A melhoria das condições financeiras nos EUA tem se traduzido, diferentemente do ocorrido na Zona do Euro, em expansão gradual do crédito às empresas não-financeiras (NFCs) e às famílias (HH). As condições de oferta de crédito dos bancos (bank lending conditions) vêm melhorando de maneira gradual, refletindo a manutenção da taxa de juros básica em patamares próximos de zero e a política de afrouxamento quantitativo (quantitative easing). Em conjunto, ambas vem permitindo que as condições de captação de recursos por parte dos bancos mantenham-se favoráveis (Gráfico 8).

Gráfico 8: Crédito Bancário nos EUA

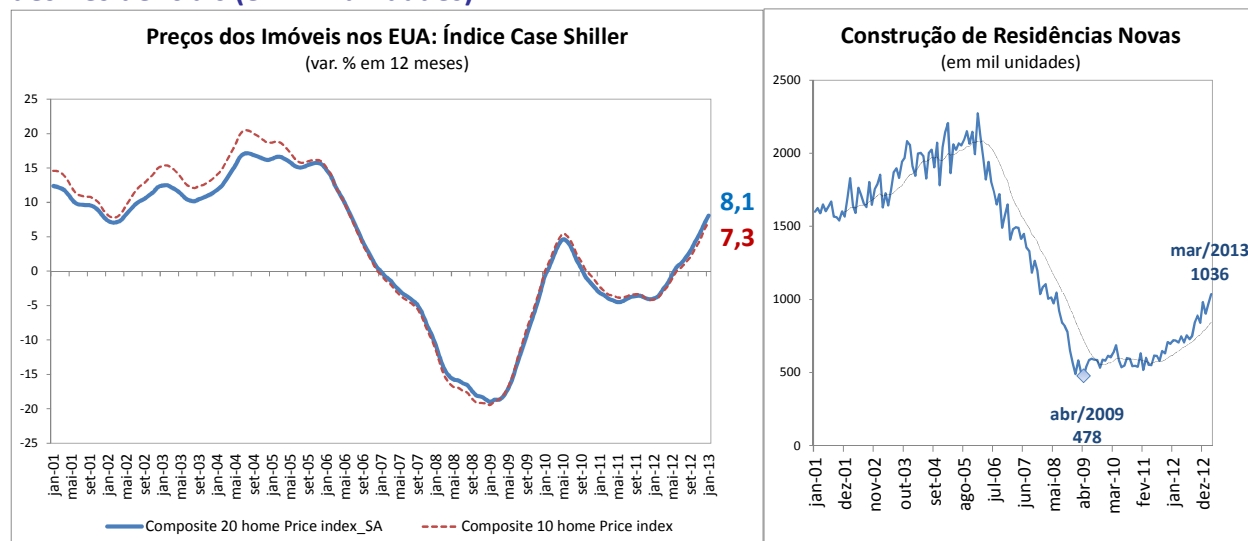


Fonte: Bloomberg e FMI/WEO-2013. Elaboração APE/BNDES

(\*) Percentual de respostas que descrevem que as condições de tomada de crédito estão “muito mais” restritivas ou “um pouco mais” restritivas, menos o percentual de respostas que dizem que tais condições estão “muito melhores” ou “pouco melhores” relativamente aos 3 meses anteriores.

Tal fato, associado à retomada da atividade econômica doméstica, baseada no setor imobiliário - com forte recuperação no número da construção de novas unidades residenciais - vem não apenas sustentado a recuperação dos preços dos imóveis (alta entre 7,0% e 8,0% nos últimos 12 meses até jan/13), mas também a queda da taxa de desemprego ocorrida nos últimos meses (desemprego abaixo de 8,0% há 6 meses, isto é, desde o 4T/2012). A trajetória de queda da taxa de desemprego suscitou, inclusive, discussões no FOMC (Federal Open Market Committee) acerca da possibilidade de se retirar parte dos estímulos mensais de US\$ 85 bilhões estabelecidos em 2012.

Gráfico 9: Preços dos Imóveis (var. % em 12 meses) e Construção de Novas Unidades Residenciais (em mil unidades)

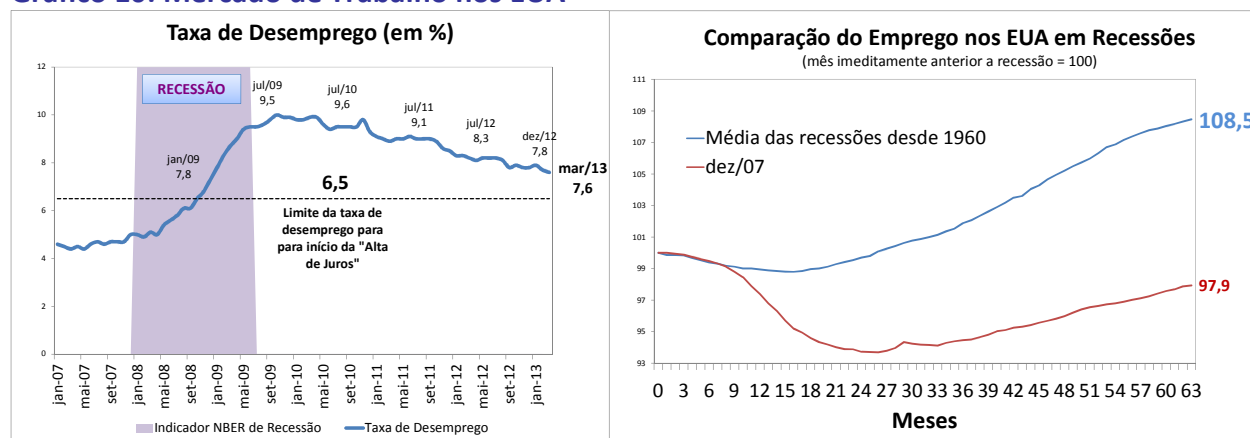


Fonte: Bloomberg. Elaboração APE/BNDES

Entretanto, mesmo com a melhoria do nível de atividade, o mercado de trabalho continua a apresentar uma recuperação demasiadamente lenta para o padrão de recuperação das recessões norte-americanas desde 1960, conforme mostra o Gráfico 8. Tomando como base dez/07, isto é, o mês imediatamente anterior ao início da recessão nos EUA (datação oficial de recessão pela NBER), nota-se que após 63 meses (mais de 5 anos) o nível de emprego nos EUA ainda se encontra 2,1% abaixo daquele prevalecente em 2007. Na média das recessões desde 1960, após esse mesmo período de 63 meses, o nível de emprego já seria maior em 8,5%.

Esse fato, associado a alguns indicadores não muito favoráveis no mês de mar/13, como por exemplo, criação de empregos, pedidos de seguro desemprego, vendas no varejo, e PMI, fez o FOMC recuar na intenção de retirar parte dos estímulos à economia de maneira antecipada.

**Gráfico 10: Mercado de Trabalho nos EUA**



Fonte: Bloomberg. Elaboração APE/BNDES

A desaceleração da atividade em mar/13, diagnosticada nos indicadores supracitados reflete, em parte, a introdução do corte de gastos públicos discricionários advindos do “Sequester”. Embora as condições financeiras globais da economia norte-americana tenham melhorado, fato corroborado pela aceleração da atividade econômica no 1T/2013 (alta anualizada de +2,5%), o mês de mar/13 começa a corroborar as previsões do FMI para os EUA em 2013. O nível de atividade deverá desacelerar até o final do ano fiscal de 2013 (em set/13), fechando o ano com alta de 1,9% do PIB. Posteriormente, sem os impactos de novos cortes de gastos, a economia iria acelerar gradualmente, fechando 2014 com crescimento de 3,0%.

## Japão

A economia japonesa vem sofrendo um processo de deflação crônica desde a década passada. Nos últimos meses, no entanto, houve profunda mudança nas expectativas de inflação para os próximos 2 anos, baseada, sobretudo, na alteração da política econômica proposta pelo novo primeiro ministro japonês, Shinzo Abe, que visa estancar o processo de estagnação deflacionária vivenciado pelo país.

As proposições de Abe, batizadas de “Abenomics” tem, em particular, três pilares de sustentação: i) a implementação de uma política monetária ultra-expansionista ba-

seada em metas de crescimento para base monetária, nas expectativas de inflação, na compra de ativos financeiros, e na realocação de portfólio dos agentes econômicos; ii) política fiscal flexível que combina estímulos de curto prazo com consolidação fiscal de médio e longo prazo; iii) reformas estruturais de médio e longo prazo que elevem o potencial de crescimento da economia.

#### 1. Política monetária ultra-expansionista

- a. Aumento da Base Monetária pelo Bank of Japan (BoJ), a qual deverá dobrar nos próximos 2 anos, saindo de JPY 138 tri em 2012, para JPY 200 tri em 2013, e JPY 270 tri em 2014.
- b. Objetivo de atingir uma inflação de 2,0% em 2014
- c. Compras de Ativos de JPY 62 tri em 2013 e JPY 56 tri em 2014 (isso equivalerá a compras de JPY 7,5 tri por mês, o equivalente a 1,0% do PIB)
- d. Extensão da maturidade residual dos títulos governamentais (JGBs) para mais de 7,5 anos

A intenção é combinar ações expansionistas de *quantitative ease* (QE) com medidas específicas para elevar a inflação, como por exemplo, o anúncio de uma maior meta para inflação e, implicitamente, a partir disso, contar com um processo de depreciação do JPY. Shinzo Abe quer que o BoJ seja mais agressivo ao estímulo da demanda doméstica (e dos preços internos) para, assim, reestabelecer a confiança dos agentes econômicos e acelerar o consumo. Há uma percepção por parte do novo primeiro ministro japonês de que o BoJ não foi tão agressivo, relativamente aos demais Bancos Centrais, na implementação de sua política monetária desde a eclosão da crise de 2008. O forte impacto contracionista sofrido pela economia foi amplificado devido ao seu modelo export-led. Em particular, a apreciação do JPY reduziu a competitividade das exportações japonesas.

O afrouxamento quantitativo (QE) por parte do BoJ visa elevar os preços dos ativos (financeiros e não-financeiros), reduzir seus prêmios de risco e “achatar” a curva de estrutura termo de taxas de juros em seus vértices de longo prazo. Preços mais elevados para os ativos reais e financeiros geram efeito riqueza positivo para os agentes econômicos, e impactos expansionistas na demanda doméstica.

#### 2. Política Fiscal Flexível:

- a. Combinação de medidas de estímulo de curto prazo, com objetivos de consolidação fiscal de médio e longo prazo, atingindo superávit primário em 2020.
- b. Aceleração da recuperação da economia via aumento de investimentos públicos como parte do pacote de estímulo anunciado em janeiro de 2013.
- c. Estímulos fiscais, incluindo estímulos aos governos locais e funding extra para o financiamento dos fundos de pensão estatais, chegando a JPY 23 tri, o que representa um dos maiores esforços de política fiscal expansionista já adotado no país.

No entanto, medidas mais estruturantes devem ser endereçadas para reverteras consequências do envelhecimento da população e seus impactos na taxa de participação da força de trabalho, em particular nos idosos e nas mulheres.

Além disso, deve haver uma reforma tributária que diminua a taxa efetiva de imposto das empresas (atualmente em 39,5%, bem mais elevada que a média dos países da OCDE, de 25%), bem como a adoção de medidas que elevem a produtividade do setor de serviços.

### 3 Reformas estruturais

- a. Acordos de livre comércio: Trans-Pacific Partnership
- b. Acordos comerciais trilaterais com China e Coreia do Sul
- c. Maior integração com a Ásia Emergente e com os países do Pacífico, incluindo os EUA, para estimular os investimentos
- d. Redução dos benefícios previdenciários
- e. Reformas no sistema tributário (cortes de tributos de JPY 250 tri no ano fiscal de 2013 para estimular investimento e consumo)

A nova política econômica do Japão – Abenomics – , centrada na utilização de estímulos fiscais e monetários será um importante catalisador para tirar a economia japonesa de sua estagnação deflacionária. No entanto, essas medidas expansionistas, caso não venham acompanhadas de reformas estruturais que estimulem as empresas privadas a tomarem crédito e realizarem investimentos, fará com que o Japão repita seus erros do passado. De acordo com dados do IIF (Institute of International Finance), entre 1992 e 2008, o governo japonês já implementou nada menos que 18 pacotes de estímulos, com gastos da ordem de JPY 205 tri. Esse montante foi insuficiente para reativar a economia, tendo como impacto final a forte elevação da dívida pública (atualmente em torno de 240% do PIB).

Espera-se que, com a complementação das reformas estruturais, tais políticas sejam mais eficazes. Adicionalmente, o aumento do potencial de crescimento advindo das reformas estruturais ajuda a equacionar as metas de consolidação fiscal de médio e longo prazo.

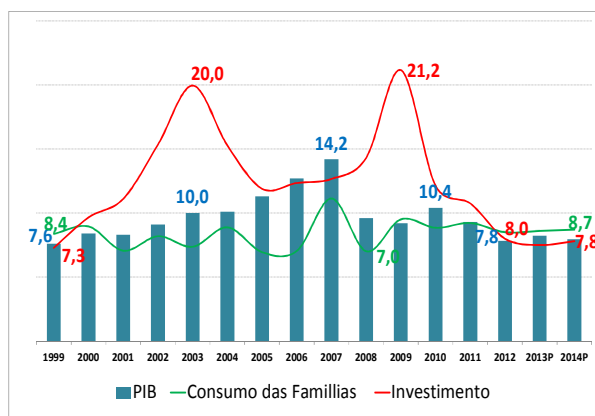
## China

O primeiro ano do novo governo chinês, iniciou sem apresentar grandes surpresas em termos de desempenho econômico. Os ajustes internos rumo a uma economia com crescimento mais balanceado, que contará com menos investimentos, tanto em infraestrutura nacional quanto em desenvolvimento imobiliário e com maior força para o consumo, parecem estar se consolidando com uma taxa de crescimento substancialmente inferior.

No primeiro trimestre de 2013, a economia chinesa apresentou expansão de 7,7% contra o mesmo período no ano anterior (resultado inferior ao registrado no quarto trimestre de 2012 de 7,9% e no primeiro trimestre de 2012, com 8,1%). O resultado está em linha com o anúncio feito ainda no governo anterior, em 2011, que programava para os próximos anos crescimento médio de 7,5% a.a. Em 2012, com 7,8% de expansão, a economia do país já havia apresentado o menor resultado desde 1999 (Gráfico 11).

Apesar de estarem em linha com as projeções do governo para o longo prazo, os dados trimestrais desapontaram, pois a maioria dos analistas esperava aceleração da economia no primeiro trimestre de 2013.

**Gráfico 11: China – Taxas de Crescimento : PIB, Consumo das Famílias e Investimento (em %)**



Fonte: National Bureau of Statistics of China

A redução das taxas de crescimento chinesas coincide com a queda recente do investimento no país, que, assim como o produto, apresentou, em 2012, a menor taxa de expansão desde 1999, fazendo com que, pela primeira vez desde então, o consumo das famílias tenha crescido à frente do investimento. Este resultado, que segundo as previsões de diversas instituições, deve se repetir nos próximos anos, nos remete para o que está sendo convencionado chamar como transição do modelo de crescimento chinês do investimento para o consumo (ver Matéria Especial ao final desta edição).

Além da alteração estrutural na composição do crescimento, fatores conjunturais também ajudam a explicar a desaceleração da economia chinesa nos primeiros meses do ano. Dentre esses, destacam-se os efeitos da gripe aviária no primeiro trimestre do ano e o ainda baixo dinamismo da demanda externa.

O investimento privado apresentou taxa de expansão de 20,6% entre janeiro e abril de 2013, resultando em desaceleração frente aos 23,9% observados no mesmo período do ano anterior.

Entre jan/abril de 2012 e o mesmo período em 2013, destaca-se o excesso de capacidade ociosa resultante dos investimentos realizados nos últimos anos, especialmente no pós-crise, assim como a atratividade crescente dos produtos financeiros em relação aos retornos dos projetos industriais.

No tocante às exportações, observa-se uma aceleração no valor exportado. As exportações acumuladas entre janeiro e maio deste ano somavam US\$ 878,8 bilhões, com crescimento de 13,5% frente ao observado no mesmo período de 2012. O resultado só não foi menor devido ao fraco volume de embarques em maio, com resultado praticamente estável em comparação com o mesmo mês do ano anterior. Os resultados deste início de ano devem ser vistos com ressalvas. A ampliação das exportações veio acompanhada de uma importante mudança na participação relativa das exportações destinadas a Hong Kong. Tal resultado fez levantar suspeita de que parte das exportações seria contrapartida ficta de operações de arbitragem financeira por empresas de trading que conseguiriam crédito a baixo custo em HK para destinar a ativos financeiros rentáveis no continente.

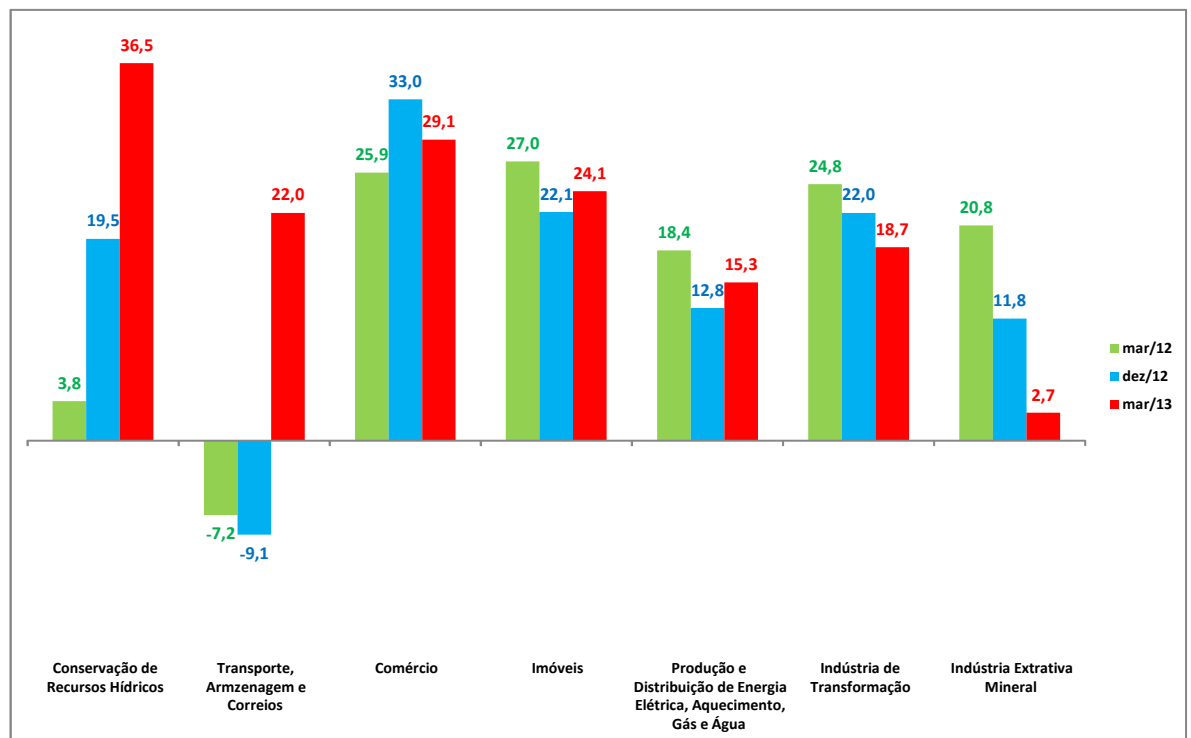
Pela ótica da oferta, tanto as vendas no varejo como a produção industrial reduziram o ritmo de crescimento. As vendas do varejo apresentaram em abril uma expansão interanual de 12,8%, abaixo dos 14,1% registrados em abril de 2012. Já a produção industrial reduziu sua expansão, em maio, para 9,2%, o mesmo resultado interanual de maio de 2012, porém abaixo da expansão de 10,3% em dezembro de 2012.

Quando analisamos a expansão do investimento pelos principais setores, notamos um comportamento diferenciado. Enquanto setores como a indústria extrativa mineral e de transformação apresentam uma tendência claramente declinante ao longo do último ano, setores como o de conservação de recursos hídricos apresen-



tam expansão (Gráfico 12). Os demais setores não apresentam uma tendência definida, porém ensaiam uma recuperação, como é o caso dos investimentos imobiliários (avanço de 24,1%, 2,9 pontos percentuais abaixo do registrado em março de 2012, porém acima do resultado obtido em dezembro de 2012, que foi de 22,1%) e produção, distribuição de energia elétrica, aquecimento, gás e água (avanço de 15,3%, 3,1 pontos percentuais abaixo do registrado em março de 2012, porém acima do resultado obtido em dezembro de 2012, que foi de apenas 12,8%).

Gráfico 12:China-Investimento Fixo por Setor – Taxa de Variação Anual (em %)



Fonte: National Bureau of Statistics of China

Finalmente, além dos setores que apresentam indícios de recuperação, os indicadores trimestrais do mercado de trabalho (criação de 3 milhões de novos empregos) e o crédito em expansão sugerem a aceleração da atividade econômica em 2013. Assim sendo, não obstante a desaceleração observada no trimestre, as previsões das principais instituições financeiras apontam para uma ligeira aceleração do produto chinês ao longo do ano, fazendo com que o PIB avance entre 8,0% e 8,2% em 2013.

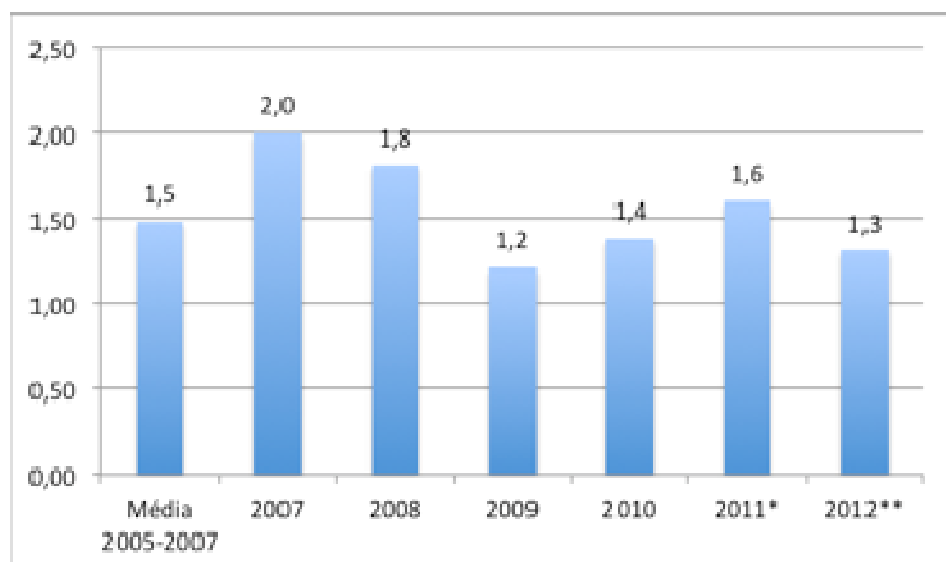
## 2) DESEMPENHO E TENDÊNCIAS DO INVESTIMENTO EXTERNO GLOBAL

### Resultados de 2012

#### Resultados globais

Contrariando as expectativas da própria Conferência das Nações Unidas para Comércio e Desenvolvimento – UNCTAD, responsável pelo levantamento dos dados, o fluxo global de investimento estrangeiro direto voltou a cair, e de forma significativa, em 2012. O montante estimado de US\$ 1,3 trilhão foi 18% menor que o do ano anterior, quando alcançou US\$ 1,6 trilhão. Interrompeu-se, assim, a trajetória de recuperação registrada nos dois últimos anos e a queda foi grande o bastante para levar o investimento a um patamar inferior à média do período pré-crise. A UNCTAD atribuiu o resultado ao aumento da incerteza em relação ao ambiente econômico, especialmente nos EUA e na Europa.

**Gráfico13: Fluxo global de IED 2005-102 (US\$ trilhões)**



Fonte: UNCTAD

Um destaque do resultado de 2012 foi o descolamento do IED de outras variáveis macroeconômicas globais, como o crescimento do PIB (2,3%) , do comércio (3,2%), do emprego (1,3%) e, em especial, da formação bruta de capital fixo (FBCF, 4,6%). Pela primeira vez desde 2008, a FBCF e o IED moveram-se em direções opostas.

A entrada de IED caiu em todos os grandes grupos de países: desenvolvidos, em desenvolvimento e em transição, mas em magnitudes diferentes (Figura 2). Da queda de US\$ 294 bilhões no fluxo global de investimentos diretos, 88%, pela ótica da entrada de recursos, ocorreu nas economias desenvolvidas, que, pela primeira vez, deixaram de ser, em conjunto, os principais receptores de investimentos estrangeiros diretos. Em 2012, foram as economias em desenvolvimento que ocuparam essa

posição, tendo recebido 52% do fluxo global de IED. As economias desenvolvidas receberam 42% e aquelas em transição, que é como a UNCTAD designa os países do Sudeste da Europa e as ex-repúblicas da antiga União Soviética, ficaram com os 6% restantes.

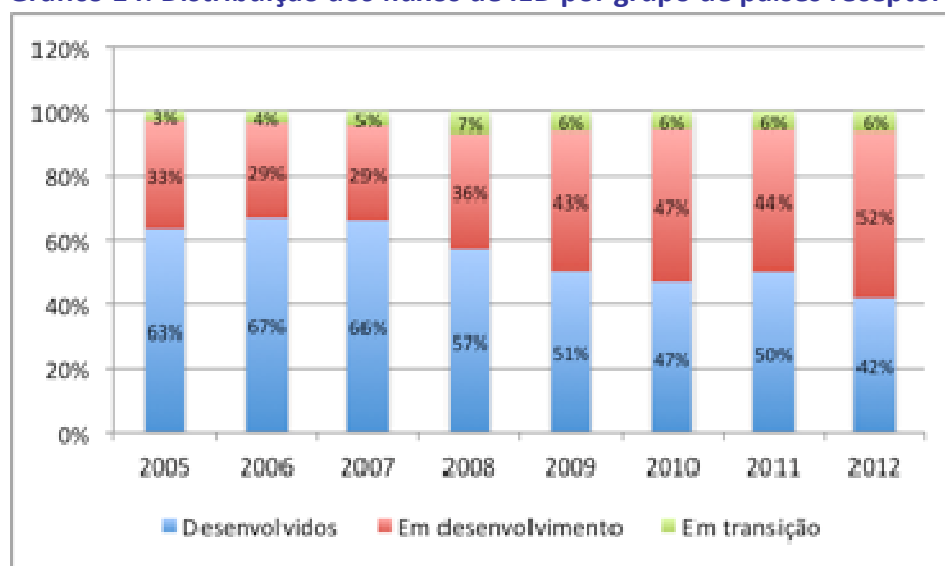
**Tabela 2: Fluxo global de IED - entrada**

US\$ bilhões

Column1	2011	2012	Var. em US\$	Var. %
Mundo	1.604,20	1.310,70	(293,50)	-18,3%
Economias desenvolvidas	807,80	548,90	(258,90)	-32,1%
Economias em desenvolvimento	702,70	680,40	(22,30)	-3,2%
Economias em transição	93,70	81,40	(12,30)	-13,1%

Fonte: UNCTAD

**Gráfico 14: Distribuição dos fluxos de IED por grupo de países receptores**



Fonte: UNCTAD

### Resultados regionais e individuais

Dentre as economias desenvolvidas, a maioria registrou queda na entrada de IED em 2012, com destaque para os Estados Unidos (-35%) que ainda assim segue como o principal receptor de IED do mundo (US\$ 147 bilhões, ou 11% do total) quando consideradas as economias individuais.

Na União Européia, a queda também foi de 35%, com diferenças individuais importantes. As duas maiores economias da região tiveram desempenhos opostos: na França, a entrada líquida de IED cresceu 44%, enquanto, na Alemanha, houve um

recuo drástico, de 97%. Descontados os desinvestimentos das empresas estrangeiras, a entrada de IED no país foi pouco superior a US\$ 1 bilhão, em 2012.

Nas economias europeias que se encontravam no centro da crise da dívida, Grécia e Irlanda apresentaram expansão de três dígitos da entrada de IED (129% e 245%), o que se explica, em parte, pela reduzida base de comparação, mas também pelo desanuiamento da crise e, no caso da Irlanda, pelo retorno da estabilidade e da confiança nas perspectivas do país. Já na Itália, onde se estima que o ano tenha encerrado com queda de mais de 2% do PIB, os desinvestimentos das empresas e os pagamentos de empréstimos intercompanhias levaram a um recuo de 85% da entrada líquida de IED. Na Espanha, cujas perspectivas econômicas são também pouco animadoras, a queda foi de 41%, enquanto em Portugal, o recuo relativamente reduzido, de 12%, é atribuído ao programa de privatizações do governo, que tem atraído capital estrangeiro.

Ao contrário do que se observa no grupo dos países desenvolvidos, nas economias em desenvolvimento consideradas individualmente o aumento da entrada de IED foi mais comum do que o recuo, com alguns desempenhos especialmente notáveis, como o do Chile (+53%), Peru (+34%) e Argentina (+27%). No conjunto dessas economias, o resultado foi puxado para baixo pelo desempenho negativo dos grandes emergentes: Brasil (-2 %) China (-3%), e Índia (-14%). Outro grande emergente, a Rússia, incluída entre as economias em transição na designação da UNCTAD, também registrou recuo na entrada líquida de IED em 2012 ( 17 %) <sup>4</sup>. Ainda assim, Brasil, China, Índia e Rússia foram, juntos, o destino de um quarto do fluxo global de IED em 2012 (dos quais quase a metade apenas para a China).

A figura 4 apresenta o ranking dos 10 maiores receptores de IED em 2012. A diferença mais importante em relação ao ano anterior é a ausência da Bélgica: com uma legislação especialmente favorável ao investimento estrangeiro, os fluxos de IED para o país são inflados pelas transações de companhias de propósito específico; em 2012, no entanto, esses fluxos caíram mais de US\$ 80 bilhões, ou 81%.

<sup>4</sup> Entre os países do BRICS, apenas a África do Sul registrou aumento, de 10%, da entrada de IED em 2012. Com um montante de US\$ 6,4 bilhões, esse fluxo ainda é bem menor do que o dos demais países do BRICS em valores absolutos, mas, com mais de 30%, lidera em percentual do PIB.

**Tabela 3: Maiores receptores de IED em 2012**

US\$ bilhões

EUA	146,7
China	119,7
Hong Kong	72,5
Brasil	65,3
Reino Unido	62,5
França	58,9
Cingapura	54,4
Austrália	48,5
Canadá	47,2
Rússia	44,1

Fonte: UNCTAD

### Modo de entrada

As fusões e aquisições entre fronteiras são determinantes importantes dos fluxos de IED e, por isso, são regularmente acompanhadas pela UNCTAD a partir de anúncios de negócios. Em 2012, esses negócios caíram 41% em valor, depois de dois anos de crescimento. O resultado global oculta porém uma diferença importante entre o desempenho das economias desenvolvidas e em desenvolvimento, pois enquanto aquelas perderam espaço tanto como origem quanto destino dos negócios, as últimas se destacaram como origem das operações, com um aumento de 11% no valor das operações de compra realizadas por suas empresas no exterior, o que levou a uma participação recorde de 37% no resultado global. As compras que tiveram como origem empresas transnacionais da América Latina foram as que mais cresceram em 2012, mas as operações realizadas pelas empresas asiáticas ainda são as que respondem por 75% das operações originadas nas economias em desenvolvimento.

Os investimentos em novos projetos (chamados de “greenfield”) caíram pelo quarto ano consecutivo, dessa vez em 31% sobre o ano anterior, mas seguem respondendo por cerca de dois terços do volume de entrada do IED. Os investimentos “greenfield” são os que ampliam a capacidade produtiva e, por isso, dependem mais, para se sustentar, de expectativas favoráveis para o desempenho das economias a médio e longo prazos.

### Origem dos investimentos

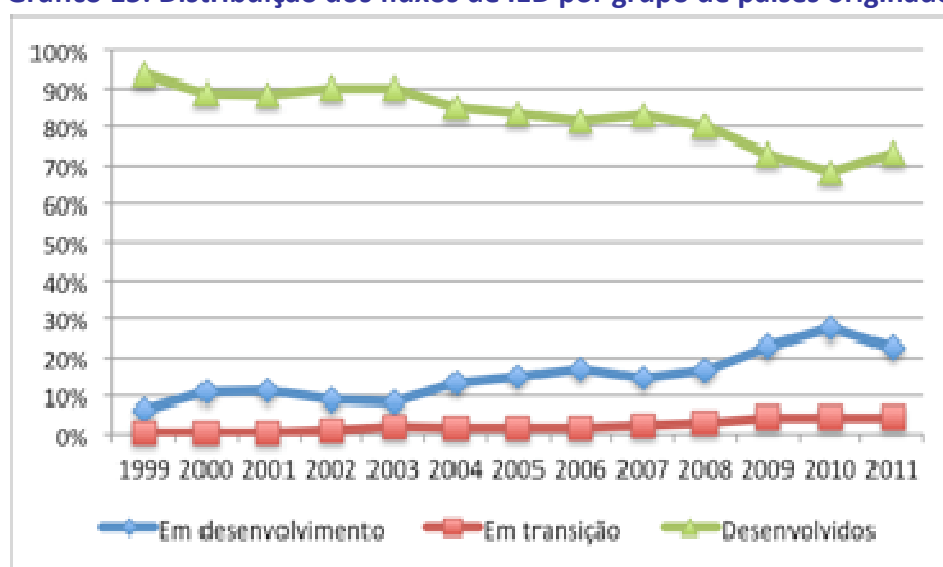
Os dados de IED segundo a origem dos recursos em 2012 ainda não estavam disponíveis quando da elaboração da Sinopse. Tomando como base os dados de 2011, os Estados Unidos continuaram a ser, de longe, a principal origem dos investimentos estrangeiros diretos, com saída de quase US\$ 400 bilhões. Dentre as economias em desenvolvimento, apenas China e Rússia aparecem entre os dez maiores emissores de IED em 2011 (figura 5).

**Tabela 4: Maiores originadores de IED em 2011****US\$ bilhões**

Estados Unidos	396,7
Japão	114,4
Reino Unido	107,1
França	90,1
Hong Kong	81,6
Bélgica	70,7
Suíça	69,6
Rússia	67,3
China	65,1
Ilhas Virgens Britânicas	62,5

Fonte: UNCTAD

Considerados em conjunto, os países em desenvolvimento registraram queda de 4% dos investimentos estrangeiros diretos oriundos de suas empresas e perderam participação no cenário global (de 28%, em 2010, para 23% em 2011), um resultado que se deve, sobretudo, ao desempenho da China, cujos investimentos diretos no exterior caíram de US\$ 69 bilhões para US\$ 65 bilhões. Por outro lado, as economias desenvolvidas, que originaram um montante de investimentos 25% maior, ganharam 5 pontos percentuais de participação (de 68% para 73%). Esses resultados, contudo, não devem alterar a tendência de ganho de importância relativa dos países em desenvolvimento também como origem de IED, observada desde o início da década passada (figura 6).

**Gráfico 15: Distribuição dos fluxos de IED por grupo de países originadores**

Fonte: UNCTAD

## Tendências

As estimativas da UNCTAD são de recuperação gradual dos fluxos de IED, especialmente a partir de 2014, quando atingiriam US\$ 1,6 trilhão, retornando ao patamar de 2011. A venda de ativos públicos como parte do arsenal para reduzir as dívidas dos Estados, além dos preços ainda relativamente deprimidos das participações acionárias em geral deve continuar oferecendo oportunidades atrativas para os investidores estrangeiros. Mas o fator crítico para a materialização desse cenário é a confiança do investidor em uma recuperação sustentada da economia mundial.

O descolamento entre os fluxos de IED e a FBCF sugerem que os investimentos públicos seguem compensando o retraimento do investimento privado em um momento em que, apesar da relativa melhora do ambiente econômico internacional, permanecem incertezas ainda relevantes. Em particular, a maneira como as economias desenvolvidas vão lidar com o equacionamento da dívida pública deve desempenhar um papel chave no comportamento do investimento privado, seja doméstico ou de origem estrangeira. Soluções que impliquem corte brusco de investimentos públicos, como as implícitas no chamado “abismo fiscal” dos EUA ou em alguns condicionantes da “troica” formada pelo FMI, pelo Banco Central Europeu, e pela Comissão Europeia para conceder ajuda financeira aos países da região, tendem a acentuar o retraimento dos investimentos privados, comprometendo o aumento da FBCF e o desempenho econômico, tanto a curto como a longo prazo.

Do ponto de vista dos países individuais, as perspectivas seguem positivas para as economias em desenvolvimento, embora haja expectativa de que, depois do recuo pronunciado em 2012, as economias desenvolvidas voltem a ganhar participação como destino do IED. Levantamento realizado pela UNCTAD com 174 empresas transnacionais entre fevereiro e maio de 2012 (World Investment Prospect Survey, 2012-2014) constatou que os cinco destinos mais citados para os investimentos dessas empresas nos próximos anos foram, em ordem decrescente, China, Estados Unidos, Índia, Indonésia e Brasil. Em relação à pesquisa anterior, realizada em 2010, a Indonésia deslocou o Brasil da quarta posição como o destino mais citado e a Rússia deixou de constar entre os cinco primeiros.

## Brasil

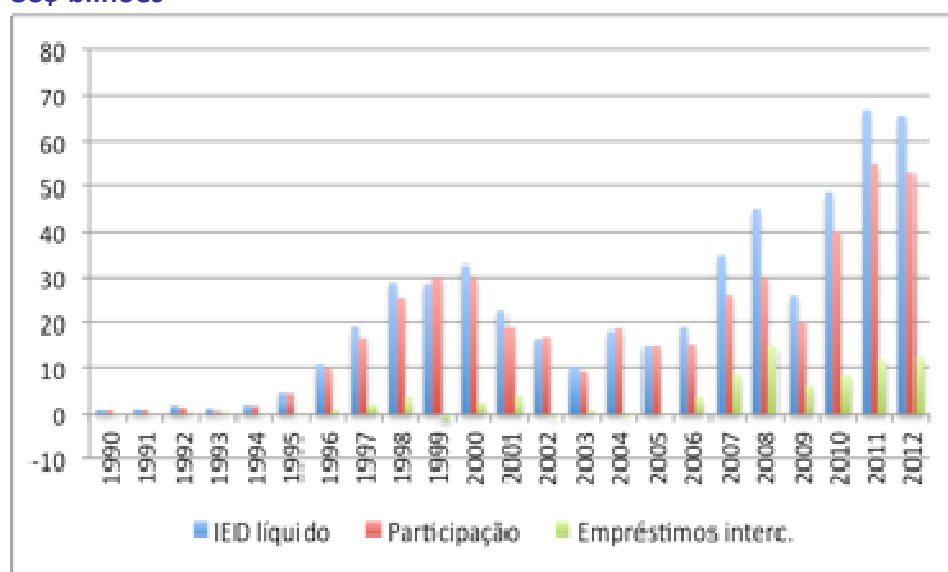
Com entrada líquida de US\$ 65,3 bilhões, o Brasil ocupou o quarto lugar entre os maiores receptores de IED em 2012, atrás apenas dos EUA, China e Hong Kong. O resultado representou um pequeno recuo em relação ao nível recorde de quase US\$ 67 bilhões registrado em 2011 (-2,1%). Considerando os componentes do IED, a entrada de recursos para participação no capital de empresas no Brasil recuou 3,5% no período, recuo parcialmente compensado pelo aumento de 4,7% na entrada de re-



cursos sob a forma de empréstimos intercompanhias. A projeção do Banco Central do Brasil é que o IED se mantenha no patamar de US\$ 65 bilhões em 2013<sup>5</sup>.

Considerando o país de origem, os ingressos de investimento no Brasil para participação no capital, em 2012, já descontados os retornos, foram liderados pelos Estados Unidos (US\$ 11,1 bilhões), seguidos pelos Países Baixos (US\$ 9,0 bilhões), Luxemburgo (US\$ 5,2 bilhões), Suíça (US\$ 4,2 bilhões) e França (US\$ 2,1 bilhões). Destaque-se o fato de que o Chile, com ingresso líquido de US\$ 2,0 bilhões, figurou entre os dez países que mais investiram no Brasil no ano passado.

**Gráfico 16: Entrada de IED no Brasil - total e componentes**  
US\$ bilhões



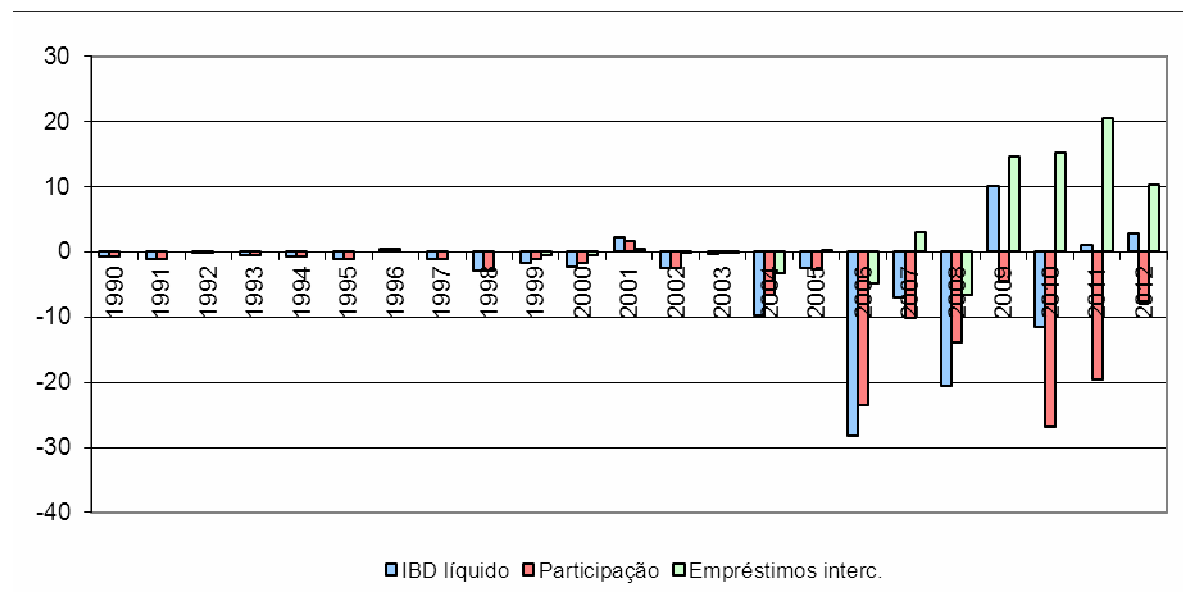
Fonte: BCB

Já os investimentos brasileiros diretos no exterior (IBD) voltaram a recuar em 2012 e representaram entrada líquida de US\$ 2,8 bilhões no balanço de pagamentos do país.

A saída de recursos para participação no capital de empresas no exterior recuou pelo segundo ano consecutivo, enquanto o retorno de participações já detidas cresceu, levando a uma redução de pouco mais de 60% das saídas líquidas para investimentos em participações no capital, que totalizaram US\$ 7,6 bilhões. Por outro lado, os empréstimos entre as matrizes no Brasil e suas filiais no exterior também representou uma redução de cerca de 50% da entrada líquida de recursos em 2012, passando para US\$ 10,4 bilhões. Desde 2010, quando as empresas transnacionais brasileiras investiram mais de US\$ 30 bilhões em participações no exterior, os investimentos se reduziram e, ao contrário do que se observa quando examinado sob a ótica do destino dos investimentos, o país não figura entre os dez maiores originadores de investimentos estrangeiros diretos (diferentemente de China e Rússia). A projeção do Banco Central do Brasil, no entanto, é que isso mude em 2013, e que os investimentos brasileiros diretos no exterior resultem em saída líquida de US\$ 10 bilhões.

<sup>5</sup> BCB, Relatório de Inflação, março 2013.

**Gráfico 17: IBD - total e componentes**  
US\$ bilhões



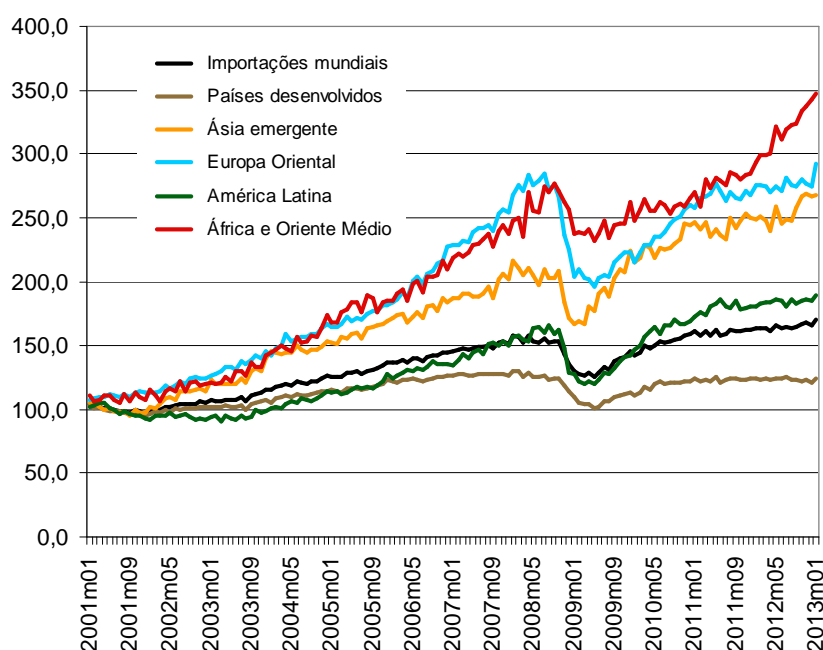
Fonte: BCB

Os principais países de destino das saídas de IBD em 2012 foram Estados Unidos (US\$ 1,8 bilhão) e Espanha (US\$ 1,7 bilhão), mas é interessante destacar que, dentre os dez principais figuram República Dominicana (US\$ 1,3 bilhão), Chile (US\$ 1,1 bilhão), Argentina (US\$ 618 milhões) e México (US\$ 560 milhões).

### 3) COMÉRCIO INTERNACIONAL

O comércio internacional ainda não mostrou, em todas as regiões, total recuperação da crise iniciada em 2009. Nos Estados Unidos, Japão e União Europeia os níveis de importações ainda se encontram abaixo dos verificados nos meses que antecederam a crise econômica. O aprofundamento de problemas importantes nos países da Zona do Euro durante o ano passado reforçou a tendência de importações em patamares contidos. De modo diferente, os mercados da África e do Oriente Médio representam as maiores taxas de expansão nos últimos anos, embora o seu peso no comércio internacional ainda seja mais modesto quando comparado com os países desenvolvidos ou os demais asiáticos. Seus valores são hoje cerca de 50% maiores do que no ano de 2008. Nos países asiáticos, a tendência é também de manutenção da forte trajetória de crescimento das importações já percebida anteriormente a 2009, enquanto na América Latina, apesar de já haver recuperação dos níveis pré-crise, o resultado vem sendo mais modesto. A Europa Oriental segue a tendência de estagnação das compras externas dos países desenvolvidos – ver Gráfico 18

**Gráfico 18: Importações mundiais por regiões geográficas: janeiro de 2001 a janeiro de 2013 (volumes mensais dessazonalizados, 2000 = 100)**



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do CPB Trade Monitor

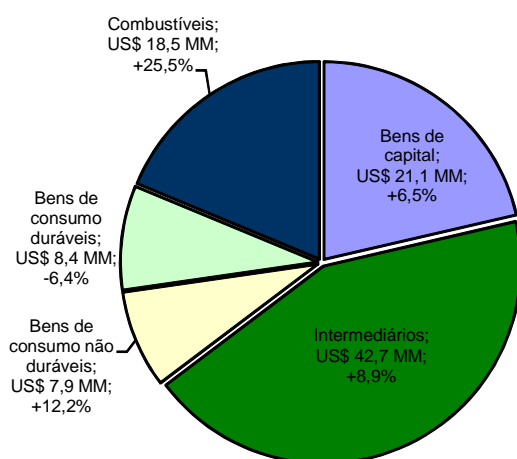
No Brasil, o ano passado terminou tanto com exportações quanto com importações em valores ligeiramente inferiores aos de 2011. As exportações foram de US\$ 242,6 bilhões (-5,26% em relação ao ano passado) e as importações de US\$ 223,1 bilhões (-1,37%). O saldo comercial reduziu-se, voltando ao nível de 2010. Para os primeiros cinco meses de 2013, a balança comercial brasileira mostrou tendência geral semelhante ao que já vinha sendo percebido no ano anterior, embora com o aprofundamento da distinção de resultados entre exportações e importações. As exportações

brasileiras registraram no período o valor de US\$ 93,3 bilhões (-2,8% pela média diária ante o valor de janeiro a maio do ano passado) e as importações, US\$ 98,7 bilhões (+9,8%).

As exportações apresentaram queda do valor exportado para todas as regiões exceto a Ásia nos primeiros cinco meses do ano. A maior queda foi para os Estados Unidos (-18,9%), seguido de União Européia (-6,9%), Europa Oriental (-5,5%), América Latina (-5,2%) e África (-3,9%). Na América Latina, houve a reversão do que ocorreu nos primeiros meses do ano para a Argentina. Até março, acumulavam-se expressivas quedas, mas os meses de abril e maio garantiram crescimento de 4% no acumulado do ano; a queda no total da região deve-se aos demais países. Para a China, as exportações cresceram 7,0%, compondo o bom resultado para Ásia, bem como para o Oriente Médio (+12,0%).

O resultado das importações ocorreu também de forma desconcentrada por várias origens. A principal região geográfica foi a Ásia (US\$ 29,9 bilhões; +6,2%), seguida de União Europeia (US\$ 20,9 bilhões; +7,8%) e América Latina (US\$ 17,3 bilhões; +12,8%). As importações originadas da Argentina (US\$ 7,3 bilhões; +17,1%) cresceram em taxa superior a do total dos países latino-americanos. Em relação a setores, a expansão ocorreu em bens de capital, intermediários, bens de consumo não duráveis e combustíveis; e a retração nos duráveis, devido ao segmento de automóveis, que responde por quase metade da categoria e apresentou queda de 16,8% em relação a janeiro a maio de 2012 – ver Gráfico 19.

**Gráfico 19 - Importações brasileiras por categorias de uso: janeiro a maio de 2013 (em US\$ milhões e variação % em relação ao mesmo período no ano passado)**



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da SECEX/MDIC

As exportações de produtos básicos e industrializados apresentaram quedas em montantes semelhantes, 2,5% e 2,9% pela média diária. A categoria de manufatura-

dos apresentou queda um pouco maior (3,1%) de janeiro a maio de 2013 em relação ao mesmo período do ano anterior.

O produto com maior taxa de crescimento das exportações até maio foi o milho em grão, com aumento das exportações em quase 400% em relação ao mesmo período do ano anterior. Os bons resultados das exportações do milho brasileiro vinham ocorrendo desde o ano passado, devido à quebra de safra nos dois principais produtores mundiais, Estados Unidos e Argentina. Houve maior possibilidade de inserção do produto brasileiro em diversos mercados em um contexto de preços internacionais que apresentava alta. A União Europeia também aumentou as importações do Brasil em razão da seca em seus países, tendo ainda aprovado a compra de variedades brasileiras geneticamente modificadas, que antes contavam com barreiras à importação.

Dentre os produtos manufaturados, destaca-se a exportação de automóveis, que somou US\$ 2,0 bilhões até maio. As autopeças representaram o segundo principal item de manufaturados, embora tenham apresentado queda no período – ver Tabela

**Tabela 5- Principais produtos exportados pelo Brasil: janeiro a maio de 2013 e 2012 (em US\$ milhões FOB)**

		2013	2012	2013/ 2012
1	Automóveis	1.991	1.653	22,8%
2	Autopeças	1.482	1.543	-2,0%
3	Óleos combustíveis	1.415	2.366	-39,0%
4	Açúcar refinado	1.220	912	36,3%
5	Aviões	1.196	1.591	-23,4%
6	Motores para veículos	1.049	1.184	-9,7%
7	Óxidos de alumínio	830	867	-2,4%
8	Plataformas de petróleo	802	405	101,8%
9	Veículos de carga	780	862	-7,8%
10	Polímeros plásticos	740	899	-16,1%
<b>Total</b>		<b>34.403</b>	<b>36.198</b>	<b>-3,1%</b>

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da SECEX/MDIC

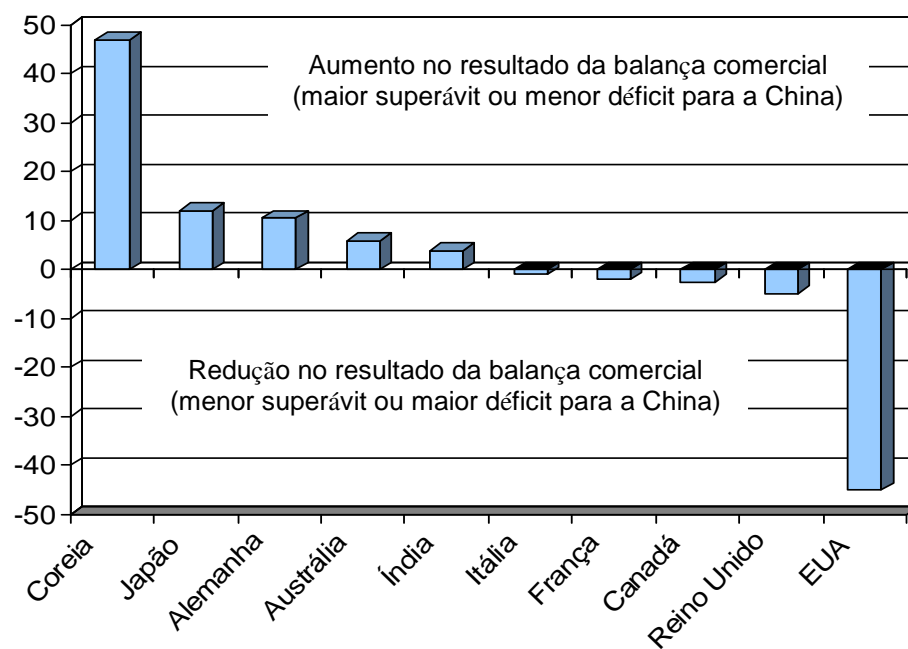
**OECD e OMC divulgam estatísticas sobre comércio por valor agregado**

Foi divulgada no mês de janeiro deste ano a primeira versão da base de dados da iniciativa conjunta entre OCDE e OMC sobre o comércio exterior a partir do valor agregado em cada país. A base compreende a estatística de exportações e importações para os países da OCDE, China, Brasil, Índia, Indonésia, África do Sul e Rússia desagregada por 18 setores para os anos de 2005, 2008 e 2009.

A iniciativa lida com o problema da dupla contagem implícita nos fluxos de comércio ao mensurar não o valor total do que é transacionado entre os países, mas o valor que é adicionado (salários, componentes, impostos e lucros) por um país na produção a ser exportada. Os indicadores são estimados por uma matriz insumo-produto global desenvolvida pela OCDE, que mapeia a interação de indústrias e consumidores de 58 países que cobrem 95% da produção mundial total.

As implicações dessa nova metodologia de acompanhamento do comércio internacional são muitas. A posição da balança comercial bilateral pode mudar significativamente a partir da mensuração por valor adicionado. Por exemplo, o superávit bilateral em 2009 da China com os Estados Unidos é 25% menor quando medido pelo valor adicionado – ver Gráfico 3. Isso ocorre tanto pela alta parcela de valor agregado americano nas importações chinesas quanto pela significativa participação de conteúdo estrangeiro de outros países nas exportações da China. Cerca de 1/3 do exportado pelo país é formado por conteúdo originado no exterior. Em outros países o efeito também se mostrou importante: o significativo déficit da Coreia com o Japão praticamente desaparece quando os fluxos comerciais são medidos em valor adicionado.

**Gráfico 20 - Alterações nas balanças comerciais bilaterais da China a partir das estatísticas de comércio por valor adicionado para 2009 (em US\$ bilhões)**



Fonte: OMC

**MATÉRIA ESPECIAL: AVALIANDO OS RISCOS DE UMA RETRAÇÃO DO INVESTIMENTO NA CHINA SOBRE A ECONOMIA BRASILEIRA**

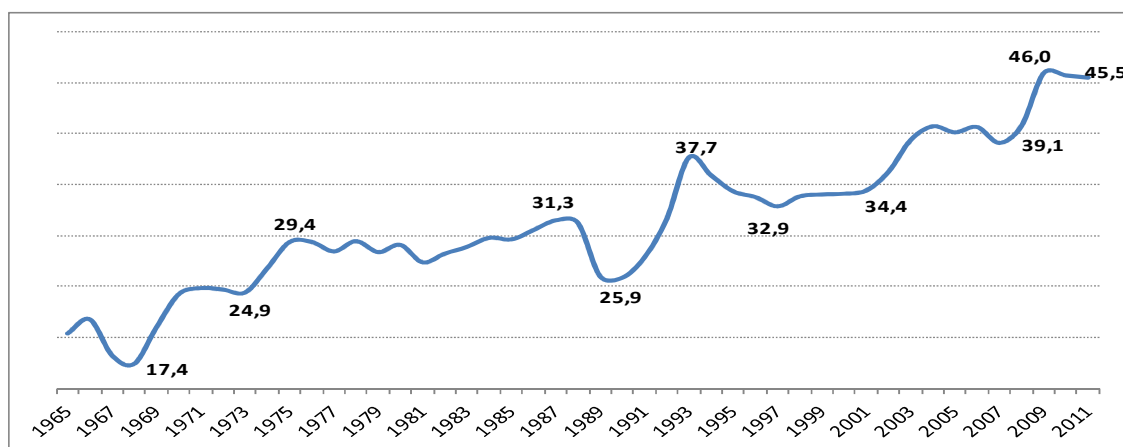
Ao longo da década de 2000, a China ampliou significativamente sua importância na economia mundial. Além de apresentar elevadas taxas de crescimento econômico, sua presença no comércio internacional, tanto nas exportações como nas importações, fez com que a economia chinesa se tornasse cada vez mais interdependente com o restante do mundo. Além disso, devido às especificidades do regime político vigente no país, a condução da política econômica no pós-crise de 2008 sustentou o investimento e a atividade econômica, conferindo ainda maior visibilidade à demanda chinesa, além de beneficiar, especialmente, os países fornecedores de commodities agrícolas e metálicas para o País.

Desde o final de 2012, a China atravessa um período de transição política, em que são revisadas as linhas gerais de planejamento econômico do País. Dentre os principais desafios comumente abordados neste contexto, encontra-se a reorientação do modelo de crescimento do investimento para o consumo. Neste sentido, especula-se o impacto que tal mudança pode causar nas taxas de crescimento chinesas e seus efeitos sobre as economias dos principais parceiros comerciais do país.

Segundo as principais previsões para o crescimento chinês na próxima década, espera-se uma redução das taxas de crescimento dos 11% observados em média entre 2002 e 2011 para uma expansão anual média de 7% entre 2012 e 2020. No entanto, considerando o atual montante do PIB chinês, apesar da redução do crescimento em termos relativos, observa-se que em termos absolutos, o impacto global da expansão da demanda chinesa segue em sensível ascensão.

Em relação à taxa de investimento, esta vem crescendo significativamente desde a década de 70, com alguns períodos de interrupção. Mais recentemente, especialmente ao longo dos anos 2000, a taxa voltou a se acelerar, especialmente, no pós-crise, em 2009, quando passou de 39,1 para 46,0 % do PIB, desacelerando, ligeiramente, desde então, para 45,5% em 2011.

**Gráfico 21 – China – Taxa de Investimento (em %)**



Fonte: Banco Mundial



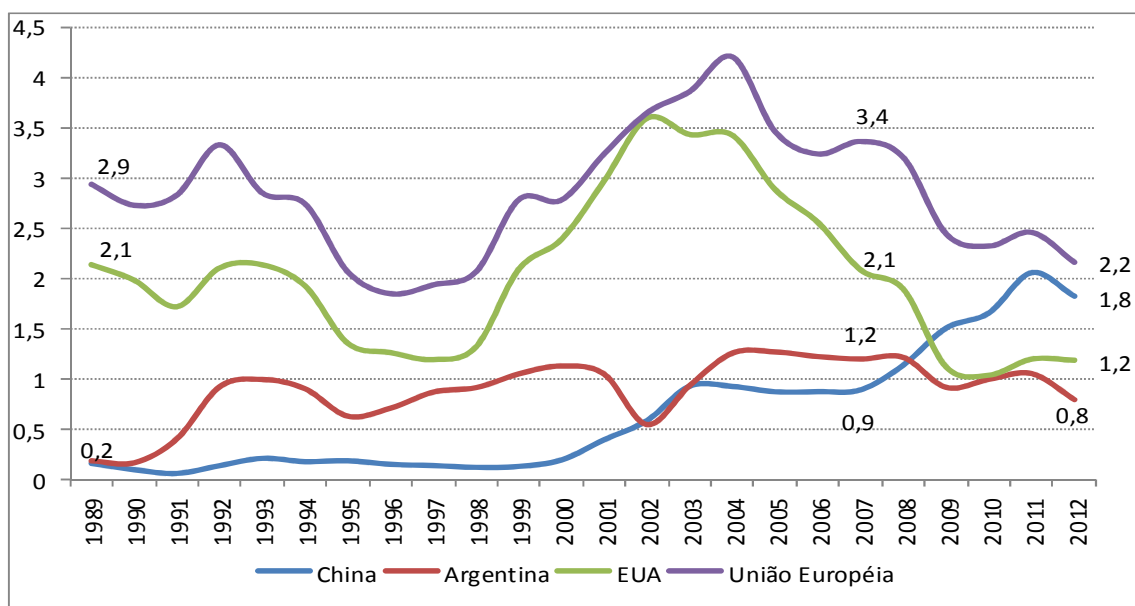
Espera-se que, ao final da atual década, o consumo esteja crescendo a taxas bem superiores do que o investimento. A transição de modelo de crescimento ilustra alguns dos principais desafios a serem enfrentados pela economia chinesa no futuro-próximo, uma vez que a aceleração do consumo deve se concentrar em consumo de setores com maior poder aquisitivo, revelando uma tendência à ampliação dos níveis de desigualdade no país. Em linhas gerais, tais transformações propiciariam uma redução progressiva do excesso de oferta de mão-de-obra, que teria como provável efeito o aumento do custo do trabalho no país e a ampliação do consumo interno. Além disso, em linha com as demandas trazidas pela urbanização e restrições demográficas crescentes na oferta de trabalho, é de se esperar uma pressão pela elevação dos salários reais e por um maior investimento em serviços públicos e previdenciários ao longo da próxima década.

No entanto, apesar da reorientação do modelo de crescimento, os gastos com investimento seguirão crescendo e mantendo-se em um patamar elevado com impactos significativos sobre o resto do mundo. Apesar de todo o crescimento recente do investimento, o estoque per capita de capital ainda é relativamente baixo na China e as necessidades de investimento residenciais, industriais e de infra-estrutura ainda justificam grandes planos de investimento no país.

Recentemente, a China se tornou o principal mercado de destino das exportações brasileiras, ultrapassando os EUA, que, até 2009, eram o principal comprador de produtos do país. Além disso, a inter-relação crescente entre a economia brasileira e a economia chinesa pode ser expressa em diversos outros indicadores, como as importações, tendo em vista que a China tornou-se em 2012 o principal mercado de origem das importações brasileiras, e os investimentos diretos chineses cada vez mais crescentes no Brasil, frutos da profunda complementaridade entre as duas economias.

O gráfico 22 apresenta a evolução recente das exportações brasileiras por destino dos principais parceiros comerciais brasileiros. Os valores estão expressos em termos de participação no PIB e reforçam, desta maneira, o quadro descrito acima de crescente importância da China na economia brasileira. Em 1989, a participação da China era de apenas 0,2% do PIB brasileiro, passando para 1,8% em 2012. Além disso, podemos notar dois estágios no crescimento da importância da economia chinesa no comércio exterior brasileiro: o primeiro entre 2000 e 2003 e, especialmente, o segundo, a partir de 2007, quando a participação no PIB passou de 0,9% para 1,8%, alcançando 2,1% em 2011. Neste segundo período, foi possível observar também uma sensível redução das exportações para outros destinos, especialmente os EUA (de 2,1% do PIB para 1,2% do PIB) e União Européia (de 3,4% do PIB para 2,2% do PIB).

**Gráfico 22 – Brasil – Exportações por Destino (em % do PIB)**



Fonte: Elaboração Própria a partir de dados do MDIC/Secex e Banco Central

Neste sentido, a desaceleração recente das taxas de crescimento chinesas e a perspectiva de reorientação política do modelo chinês de desenvolvimento, do foco no investimento para o consumo, nos faz refletir sobre seus possíveis efeitos sobre a economia brasileira, em especial para a atividade industrial. Como vimos no gráfico 21, ao longo da última década, as taxas de investimento cresceram significativamente, fazendo com que atingissem o maior valor para a série histórica. Cabe ressaltar, ainda, que os dois saltos observados recentemente na taxa de investimento chinesa coincidem com os períodos de ampliação da participação das exportações brasileiras para a China.

A decomposição setorial da formação bruta de capital na China nos revela que esta é concentrada basicamente em dois setores: construção civil (56%) e máquinas e equipamentos (34%). Desta maneira, podemos inferir os principais setores afetados com a retração da taxa de investimento na China, a partir de uma análise dos coeficientes totais das matrizes insumo-produto chinesa. Os principais setores afetados com a retração do investimento daquele país seriam, portanto: (i) produtos de metal; (ii) máquinas e equipamentos; (iii) fabricação de produtos de minerais não metálicos; (iv) extrativa mineral e (v) indústria química (tabela 6).

**Tabela 6 – China – Formação Bruta de Capital Fixo por Setores – Multiplicadores Setoriais das Matrizes Insumo Produto**

	<b>Construção</b>	<b>Máquinas e Equipamentos</b>
<b>Produtos de Metal</b>	0,48	0,59
<b>Máquinas e Equipamentos</b>	0,34	0,90
<b>Fabricação de produtos minerais não metálicos</b>	0,28	0,04
<b>Extrativa Mineral</b>	0,24	0,20
<b>Indústria Química</b>	0,22	0,28
<b>Serviços de Transporte, Armazenagem, Correio e Informação</b>	0,18	0,11
<b>Serviços de Utilidade Pública</b>	0,16	0,16
<b>Refino de petróleo e gás</b>	0,12	0,09
<b>Outras Manufaturas</b>	0,11	0,12
<b>Comércio</b>	0,09	0,11
<b>Intermediação Financeira</b>	0,06	0,06
<b>Outros Serviços</b>	0,05	0,06
<b>Agropecuária</b>	0,05	0,05
<b>Produção de Alimentos</b>	0,04	0,04
<b>Têxtil, Vestuário e Produtos de Couro</b>	0,04	0,04
<b>Serviços Imobiliários e de Aluguel</b>	0,04	0,05
<b>Construção Civil</b>	0,01	0,00

Fonte: Elaboração Própria a partir de dados da National Bureau of Statistics of China

Neste contexto, podemos avaliar, quantitativamente, os impactos da desaceleração do investimento chinês sobre a economia brasileira, tendo em vista seus efeitos sobre as exportações e a produção industrial. Neste sentido, podemos apresentar indicativos sobre a extensão da dependência da economia brasileira à economia chinesa, e, em especial, comparar como esta demanda afeta os diferentes setores da economia brasileira.

Em estudo recente do FMI, denominado “Investment-Led Growth in China: Global Spillovers”, foi calculado, a partir de um painel econométrico de 64 países entre 2002 e 2011, o efeito da retração do investimento chinês sobre um conjunto de variáveis de outros países, tais quais as exportações, importações e produção industrial. Segundo a estimação proposta, o impacto global de um choque de 1 ponto percentual na redução do investimento chinês seria uma redução do PIB mundial em 0,1 ponto percentual, cinco vezes maior do que o avaliado em 2002, confirmando assim a importância crescente da China para a economia mundial ao longo da última década.

Além disso, a divisão proposta pelo estudo do FMI encontra-se em linha com os resultados setoriais apontados na tabela 6 para os dois principais grupos de países afetados pela retração chinesa: os produtores de bens de capital e os exportadores de commodities metálicas. Segundo o estudo, os exportadores de bens de capital seriam os mais afetados em termos do PIB (Japão: 0,12% e Alemanha: 0,11%). No caso dos produtores de commodities, economias mais especializadas como o Chile (cerca de 0,3%) sofreriam mais o impacto do que economias mais diversificadas como a economia brasileira (0,05%).

Realizando um exercício semelhante, calculamos, separadamente, em nossa investigação, o impacto da retração da taxa de investimento chinesa sobre as exportações para a China de produtos brasileiros e dos nossos demais principais parceiros comerciais: Argentina, EUA e União Européia. Também consideramos como variável explicativa a variação anual das exportações para a China no ano anterior, e o período considerado em nossa análise foi de 1986 a 2011. Como resultado, encontramos que a queda de 1 ponto percentual da taxa de investimento chinesa em relação ao PIB afeta as exportações brasileiras para aquele país em 0,63%.

Adicionalmente, estimamos o efeito sobre as exportações brasileiras da retração das exportações dos principais parceiros comerciais brasileiros para a China (efeito demanda externa). Para isso, complementamos nossa análise com a realização de um segundo exercício, que avaliou o efeito da retração das exportações para a China de cada um destes parceiros sobre o conjunto das exportações brasileiras. Novamente, o período considerado foi de 1986 a 2011 e, além disso, foram tomadas como variáveis explicativas não apenas a variação anual das exportações de cada país para a China, mas também a taxa de variação anual das exportações totais brasileiras no ano anterior. Desta maneira, avaliamos o efeito demanda externa como sendo 0,16 %. Assim sendo, o efeito total da retração do investimento chinês sobre as exportações brasileiras seria de 0,79% para cada ponto percentual do PIB de retração da taxa de investimento na China.

A partir deste exercício, portanto, podemos aferir a magnitude do impacto da retração chinesa sobre a economia brasileira. A título de exemplo, consideremos uma redução de 10 pontos percentuais do PIB na taxa de investimento chinesa, equivalente ao crescimento observado deste indicador ao longo da última década. Esta retração representaria, baseado em nossas estimações, uma redução de 7,9% nas exportações brasileiras para a China. Considerando a participação das exportações brasileiras no PIB no ano de 2009, esta redução das exportações significaria uma queda de 0,9 ponto percentual no PIB brasileiro.

Setorialmente, a partir da utilização de matrizes insumo-produto atualizadas para o ano de 2009, podemos estimar os efeitos indiretos nos diferentes setores a partir da redução das exportações do Brasil para a China. A decomposição setorial adotada para os efeitos diretos de cada um dos parceiros foi a pauta comercial observada no ano de 2009. Os resultados obtidos com este exercício encontram-se na tabela 7.

**Tabela 7 – Efeitos Diretos e Indiretos da Retração das Exportações do Brasil para a China**

	Diretos	Indiretos	Totais
<b>Agropecuária</b>	0,28%	0,06%	0,34%
<b>Indústria Extrativa</b>	0,38%	0,07%	0,45%
<b>Indústria de Transformação</b>	<b>0,23%</b>	<b>0,29%</b>	<b>0,52%</b>
<b>Serviços Públicos</b>	0,00%	0,03%	0,03%
<b>Construção</b>	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Serviços</b>	0,00%	0,31%	0,31%
<b>TOTAL</b>	<b>0,90%</b>	<b>0,76%</b>	<b>1,66%</b>

Fonte: Elaboração Própria

Considerando, portanto, os efeitos indiretos, a retração do investimento chinês causaria uma queda 1,66% do PIB brasileiro. Em relação aos impactos sobre a indústria de transformação, este foi relativamente maior nos efeitos indiretos do que o observado diretamente (0,29 e 0,23 % do PIB, respectivamente). Contribuiu para este resultado o fato de as exportações brasileiras para a China serem concentradas em poucos produtos primários (apenas minério de ferro, soja e petróleo representaram, em 2011, cerca de 80% das exportações), porém com uma relativa integração com os demais setores industriais.

Assim sendo, não obstante a crescente interdependência da economia brasileira com a economia chinesa, a reorientação da estratégia de crescimento chinês do investimento para o consumo pode causar um relativo impacto sobre o produto e as exportações brasileiras para aquele país, seja pelo impacto direto e indireto, seja pela retração da demanda externa.

No entanto, cabe destacar que para obtermos um resultado de perda de 1,66% do PIB brasileiro, seria necessário que a taxa de investimento chinesa se reduzisse em dez pontos percentuais, o que levaria um certo período de tempo para ocorrer. Ou seja, em termos de impactos totais, o efeito desta retração não seria tão significativo no curto prazo. No entanto, apesar de a pauta brasileira para a China estar concentrada em produtos primários, o setor industrial seria o que mais contribuiria para a retração do PIB (0,52%), seguido da indústria extrativa (0,45%) e o setor agropecuário (0,34%). De fato, uma maior diversificação da pauta e o aumento da interdependência dos produtos exportados com os setores industriais são fatores que poderiam ampliar ainda mais a exposição da economia brasileira à transição vivida pela China.